

Glendale Equity — Carta trimestral: 3T26

Estimados inversores,

Uno de los libros que más ha influido en mi forma de invertir es *The Art of Execution*, de Lee Freeman-Shor, especialmente en lo relativo a la gestión de cartera. Su principal enseñanza es que la diferencia entre los inversores que ganan dinero y los que no depende menos de su capacidad para seleccionar buenas compañías de lo que solemos pensar, y mucho más de **las decisiones que toman después de invertir: cuándo aumentar una posición, cuándo mantenerla y cuándo vender.**

Este trimestre hemos tenido ocasión de poner esta idea en práctica. Hemos aumentado nuestra exposición a varias inversiones existentes y realizado nuestra primera venta completa, después de concluir que la tesis que justificaba nuestra inversión había cambiado. Ambas decisiones responden a una misma disciplina: evaluar continuamente dónde está mejor invertido nuestro capital, sin quedar condicionados por nuestras decisiones anteriores.

Cartera

A cierre de septiembre, el fondo estaba invertido en torno al 86% en 18 compañías. Las cinco y diez principales posiciones representaban 34% y 58% del patrimonio, respectivamente.

Durante el trimestre incorporamos tres nuevas compañías a la cartera: **GEK TERNA**, **Baltic Classifieds Group (BCG)** y **Lucara Diamond**. Además de ofrecer, a nuestro juicio, un elevado potencial de rentabilidad a nivel individual, las tres nos permiten incorporar negocios hasta ahora poco representados en la cartera: GEK TERNA, infraestructuras en Grecia; BCG, negocios digitales de clasificados en los países bálticos; y Lucara, diamantes en África a través de su principal activo en Botsuana. Más allá de la diversificación sectorial o geográfica, lo importante es que sus resultados dependen de factores diferentes a los de nuestras inversiones actuales.

Esta consideración cobra especial importancia en una cartera concentrada. **No buscamos simplemente reunir nuestras veinte mejores ideas de forma aislada, sino construir una cartera en la que cada compañía cumpla su papel.** Una inversión puede resultar muy interesante por sí sola y, sin embargo, aportar poco al conjunto si refuerza riesgos que ya asumimos en otras posiciones. Por eso, a medida que avanzamos en el despliegue del fondo, exigimos a cada nueva incorporación no solo

que supere nuestros criterios de inversión, sino también que aporte motores de rentabilidad distintos a los que ya tenemos.

Además de estas incorporaciones, continuamos construyendo posiciones en algunas compañías que ya formaban parte de la cartera. Llegamos a nuestro tamaño objetivo en **Studsvik** e incrementamos nuevamente peso en **IPCO**, donde vemos una combinación atractiva de menor riesgo operativo, mayor generación de caja y potencial de recompra de acciones. También realizamos compras adicionales de **Inditex**, **Ryanair** y **Virbac** durante el mes de septiembre.

Por el lado de las ventas, redujimos parcialmente **Atalaya Mining** y **Lundin Mining**, de acuerdo con nuestra disciplina de recortar progresivamente ganadores cuando superan ampliamente su peso objetivo y/o cuando lo exigen los límites de concentración UCITS.

Finalmente, en julio realizamos también nuestra primera venta completa desde el lanzamiento de Glendale: **GRUMA**, uno de los principales fabricantes mundiales de tortillas y productos derivados del maíz.

Nuestra tesis original se apoyaba principalmente en dos palancas. La primera era una expansión progresiva de márgenes a medida que los canales, especialmente el minorista (*retail*), y productos de mayor rentabilidad ganaran peso en otras geografías, replicando la evolución observada históricamente en Estados Unidos. La segunda era una política de recompras que permitiera que el beneficio por acción creciera por encima del beneficio absoluto. Ambas descansaban sobre una condición importante: que el negocio estadounidense mantuviera su elevada rentabilidad.

Ambas palancas comenzaron a materializarse. En Europa, el crecimiento del negocio de tortillas en *retail* y de los productos de mayor valor añadido contribuyó a elevar el margen EBITDA del 13,2% en el segundo trimestre de 2025 al 14,8% en el mismo periodo de 2026. Asia y Oceanía también mostraron una mejora significativa de rentabilidad, apoyada en una combinación de productos más favorable y un mayor apalancamiento operativo. Al mismo tiempo, el número de acciones de GRUMA pasó de 360 millones a cierre de 2024 a 336 millones en junio de 2026, una reducción cercana al 7%.

Sin embargo, la evolución del negocio estadounidense empezó a cuestionar aquella condición. Durante 2024 y buena parte de 2025, la caída de volúmenes en el canal de restauración (*foodservice*) respondía principalmente a una decisión deliberada de abandonar clientes menos rentables. GRUMA sacrificaba volumen para mejorar la

calidad del negocio, lo que permitió elevar los márgenes. Nuestra hipótesis era que, una vez completada esa optimización, los volúmenes se estabilizarían.

Pero no ocurrió así. Una vez prácticamente agotada la optimización de clientes, la debilidad de *foodservice* comenzó a reflejar una menor demanda de los clientes existentes. Más importante todavía, empezó a deteriorarse también el *retail*. Aunque sus caídas de volumen eran proporcionalmente menores, su impacto sobre la rentabilidad fue mayor por tratarse de un canal con márgenes superiores. El margen EBITDA del negocio estadounidense descendió durante cuatro trimestres consecutivos, desde el 21,1% hasta el 19,4%.

La respuesta de GRUMA ha sido defender volumen mediante una mayor intensidad promocional y un incremento de la producción para marcas blancas (*private label*). Desde un punto de vista comercial, la estrategia tiene sentido, pero implica aceptar una menor rentabilidad por unidad: *private label* presenta aproximadamente un 30% menos de rentabilidad que el producto estándar de marca y lo sustituye parcialmente, mientras que las promociones permiten defender volumen a costa de precio y margen. La dirección espera que *Better for You*, su franquicia de mayor valor añadido, y una eventual recuperación de volúmenes compensen parte de esta presión, pero todavía no observa un punto de inflexión claro y reconoce que el nuevo equilibrio podría alcanzarse con una rentabilidad por tonelada inferior.

Tras revisar los resultados, hablar con la compañía y actualizar nuestras estimaciones, concluimos que la inversión había cambiado de naturaleza. Habíamos comprado una tesis de expansión de márgenes y crecimiento del beneficio por acción; mantener la posición exigía ahora apostar por una recuperación del negocio estadounidense. Era una tesis distinta y, con la información disponible, no era una inversión que hubiéramos iniciado. Por eso decidimos vender.

En nuestra primera carta señalamos que toda inversión debe apoyarse en una tesis trazable, con hipótesis claras y métricas que permitan evaluar su progreso. GRUMA es un buen ejemplo de por qué este principio importa.

Una tesis trazable no solo ayuda a decidir cuándo comprar. También permite reconocer cuándo la inversión que tenemos ya no es la inversión que compramos.

Evolución

Los resultados publicados durante los meses de verano nos han permitido seguir contrastando nuestras hipótesis de inversión. En algunos casos hemos observado avances importantes en los proyectos que sustentan nuestras expectativas de rentabilidad; en otros, los resultados han puesto de manifiesto dificultades que debemos seguir vigilando.

Uno de los acontecimientos más relevantes ha sido la entrada en producción de Blackrod, el principal proyecto de crecimiento de **IPCO**. La compañía comenzó a extraer petróleo de este campo a finales de mayo, antes de lo previsto y dentro del presupuesto inicial. Se trata de un hito fundamental para nuestra tesis: después de varios años de fuertes inversiones, IPCO comienza a pasar de una fase de consumo de capital a otra de mayor producción y generación de caja. El segundo trimestre fue, de hecho, el primero con flujo de caja libre positivo desde 2023, aunque la mayor contribución de Blackrod debería llegar a partir del cuarto trimestre, conforme aumenten los volúmenes producidos y vendidos. **Hemos pasado de comprobar si la compañía era capaz de ejecutar el proyecto en plazo y presupuesto a evaluar si puede alcanzar la producción prevista y convertirla en caja.** El objetivo sigue siendo llegar a 30.000 barriles diarios a finales de 2027.

La situación es distinta en **ROVI**, donde todavía esperamos que se materialice una parte fundamental de nuestra tesis. Durante el primer semestre, los ingresos del negocio de fabricación para terceros (CDMO) crecieron cerca de un 40%, aunque esta cifra incluye la incorporación de la planta de Phoenix (EE. UU.). Excluyendo esta adquisición, estimamos que tanto los ingresos como el EBITDA del negocio CDMO existente avanzaron aproximadamente un 20%. Sin embargo, excluyendo el ingreso extraordinario contabilizado por la adquisición de Phoenix, el EBITDA consolidado de ROVI cayó un 10%, afectado por las pérdidas iniciales de esta planta y por el incremento de costes asociado a la preparación de nuevos proyectos. ROVI está incorporando personal y capacidad productiva antes de recibir los volúmenes que deberían rentabilizar esas inversiones. **Este desfase no rompe nuestra tesis, pero retrasa su validación.** Para que se materialice el apalancamiento operativo que esperamos, será necesario que la compañía continúe firmando nuevos contratos de fabricación con farmacéuticas y que estos se traduzcan progresivamente en una mayor utilización de sus instalaciones.

También seguimos observando avances en **Spotify**, cuya evolución refleja una transición cada vez más clara desde el crecimiento de usuarios hacia una mayor

monetización de su plataforma. Durante el segundo trimestre alcanzó por primera vez los 300 millones de suscriptores de pago, mientras que los ingresos de este segmento crecieron un 16% a tipos de cambio constantes y el ingreso medio por suscriptor aumentó un 7%. El margen bruto alcanzó un nuevo máximo histórico del 33,4%. La compañía está introduciendo cambios en su servicio gratuito que pueden moderar el crecimiento de usuarios a corto plazo, pero buscan mejorar la conversión a suscripciones de pago y el valor económico de cada cliente. Nos parece una evolución favorable siempre que la mayor monetización no termine perjudicando la capacidad de atraer y retener usuarios.

Ryanair presentó resultados por debajo de los del año anterior. En su primer trimestre fiscal, el número de pasajeros aumentó un 6%, pero las tarifas medias cayeron un 6% y el gasto en combustible creció un 16%, provocando una reducción del beneficio neto del 34%. El equipo directivo se mostró además más prudente respecto a la recuperación de las tarifas durante el resto del ejercicio. El deterioro de resultados responde a la combinación de menores tarifas y un encarecimiento del combustible, especialmente en el volumen de combustible cuyo precio no estaba cubierto, en un contexto de tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Sin embargo, no observamos un deterioro equivalente en el negocio subyacente: la demanda sigue creciendo, los aviones mantienen elevados niveles de ocupación y Ryanair conserva su ventaja estructural en costes, además de su sólida posición financiera. Consideramos que la presión extraordinaria sobre el combustible debería moderarse a medida que se normalice el mercado energético, permitiendo recuperar parte de los márgenes perdidos.

Los resultados de nuestras dos aseguradoras, **Quálitas** y **W. R. Berkley**, ilustran una misma filosofía de gestión: **renunciar a parte del crecimiento cuando los precios no compensan suficientemente los riesgos asumidos**. En Quálitas, la competencia en el mercado mexicano de seguros de automóvil continúa siendo intensa. Las primas emitidas disminuyeron ligeramente y el ratio combinado —que relaciona los siniestros y gastos con las primas y donde una cifra inferior al 100% indica rentabilidad técnica positiva— alcanzó el 95,7%, reflejando una menor rentabilidad técnica. La compañía está evitando igualar las tarifas agresivas de algunos competidores, especialmente en flotas, aunque ello suponga perder negocio a corto plazo. W. R. Berkley está actuando de forma similar en determinadas líneas de reaseguro, donde ha reducido voluntariamente la contratación de nuevas pólizas. En su caso, el crecimiento de las primas devengadas se moderó hasta el 2,9%, pero el ratio combinado mejoró hasta el 90%. Valoramos positivamente esta disciplina, aunque sus consecuencias son distintas en cada compañía: mientras W. R. Berkley mantiene una rentabilidad técnica excelente, Quálitas atraviesa un periodo de mayor presión sobre sus márgenes.

Por último, **Virbac** mantuvo una evolución favorable, con un crecimiento orgánico de las ventas del 7,4% durante el primer semestre y una mejora de 50 puntos básicos en su margen operativo ajustado, hasta el 18,8%. Destaca especialmente el crecimiento de sus plataformas de productos prioritarios y la mejora del margen bruto, apoyada por una combinación de productos más favorable y por las iniciativas de eficiencia industrial. Aunque parte de la mejora de rentabilidad responde a diferencias temporales en el calendario de gastos, los resultados aportan las primeras evidencias de que las medidas destinadas a alcanzar un margen operativo del 20% en 2030 comienzan a dar frutos.

Tesis

GEK TERNA

GEK TERNA es el grupo líder de infraestructuras en Grecia, dirigido por su presidente y CEO, Georgios Peristeris, que posee aproximadamente un 30% del capital. Tras la venta de su negocio de energías renovables y la progresiva simplificación del grupo, se ha convertido fundamentalmente en un negocio de concesiones.

Las autopistas constituyen su principal activo. GEK TERNA participa en siete de las diez concesiones de autopistas de peaje existentes en Grecia. Más importante aún, **sus autopistas concentran aproximadamente el 85% del tráfico de las autopistas de peaje griegas**. La vida residual media de estas concesiones se acerca además a los 28 años, situándola entre las carteras más jóvenes de Europa.

Son activos con un comportamiento relativamente predecible. Las tarifas están determinadas contractualmente y cuentan generalmente con mecanismos de actualización ligados a la inflación, mientras que el tráfico es el principal riesgo abierto. No obstante, algunas de sus autopistas cuentan con historiales de tráfico de más de veinte años.

Lo especialmente interesante es que una parte importante de sus concesiones todavía no ha alcanzado su velocidad de crucero. El crecimiento de los próximos años procede fundamentalmente de activos ya adjudicados, cuyo potencial de generación de caja todavía no se refleja plenamente en los resultados actuales.

El efecto agregado es muy significativo. Durante el primer semestre de 2026, GEK TERNA generó más de 350 millones de euros de EBITDA, de los cuales 225 millones procedieron de concesiones, aproximadamente un 63% del total. Como simple referencia, anualizar

estas cifras situaría al grupo en un ritmo por encima de 700 millones de euros de EBITDA y a las concesiones alrededor de 450 millones.

Para 2030, la compañía espera superar los 1.000 millones de euros de EBITDA, con las concesiones representando aproximadamente el 80% del total. Nuestro análisis activo por activo ayuda a entender de dónde procede ese crecimiento: de la maduración de las autopistas que ya están operativas; de la normalización de activos en rehabilitación, como Egnatia, una autopista de 883 kilómetros cuyas tarifas aumentarán contractualmente a medida que finalicen las obras; y de la entrada en operación de nuevos activos, como el aeropuerto de Kasteli, en Creta. En conjunto, las concesiones deberían generar más de 800 millones de euros de EBITDA alrededor de 2030, mientras que el resto de negocios debería mantenerse aproximadamente estable. Adicionalmente, muchas de estas concesiones están financiadas con deuda asociada a cada proyecto, que se irá amortizando con la caja generada por las propias infraestructuras.

Por tanto, el crecimiento del EBITDA y la reducción progresiva de la deuda deberían traducirse en un aumento del valor para el accionista significativamente superior al crecimiento de los resultados. En nuestro ejercicio de valoración, **la combinación de estos dos efectos permitiría aproximadamente duplicar el valor para el accionista hacia 2030**, sin atribuir todavía valor a nuevas concesiones.

La segunda parte de nuestra tesis es qué puede hacer GEK TERNA a partir de ahí. Una ventaja competitiva que creemos especialmente relevante es TERNA, su negocio de construcción. GEK TERNA realiza internamente prácticamente todo el proceso de una concesión: analiza los ingresos esperados, diseña la infraestructura, estructura su financiación, la construye y posteriormente participa en su operación y mantenimiento. La constructora no es, por tanto, únicamente otra fuente de beneficios; permite controlar mejor los costes y riesgos de una inversión durante toda su vida. Esto resulta especialmente importante al competir por nuevos proyectos. Un operador internacional sin capacidad constructora propia en Grecia necesita asociarse con un constructor local. Según nos explicó la compañía, esto aumenta la complejidad y los costes y puede reducir la competitividad de la oferta. GEK TERNA, en cambio, cuenta con esa capacidad dentro del propio grupo.

Aquí entra la ampliación de capital realizada durante el trimestre (659 millones de euros). La operación nos llamó inicialmente la atención porque pocos meses antes la compañía había defendido que tenía cubiertas sus necesidades de capital para los siguientes cinco años. Tras hablar con ellos, entendimos qué había cambiado: varias

nuevas licitaciones habían avanzado simultáneamente mucho más rápido de lo previsto.

La distinción es importante. **El crecimiento hasta más de 1.000 millones de euros de EBITDA alrededor de 2030 no depende de este nuevo capital, sino fundamentalmente de inversiones ya comprometidas.** Los casi 700 millones proporcionan capacidad para competir por una nueva generación de proyectos y constituyen, por tanto, una fuente adicional de crecimiento que preferimos no cuantificar hasta tener mayor visibilidad sobre su adjudicación, calendario y rentabilidad. Una comunicación más detallada de la hoja de ruta para desplegar este capital —por ejemplo, a través de un Capital Markets Day— podría convertirse además en un catalizador para que el mercado empiece a valorar esta segunda fase de crecimiento.

La oportunidad es considerable. La propia compañía estima que Grecia necesita entre 40.000 y 50.000 millones de euros de inversión en infraestructuras y cifra en aproximadamente 8.000-10.000 millones los proyectos que podrían llegar al mercado durante los próximos 18-24 meses. GEK TERNA dispone ahora de capital para invertir, opera en un mercado con un pipeline significativo y cuenta con una plataforma integrada difícil de replicar.

La acción ha experimentado una fuerte revalorización, especialmente durante los últimos meses. Creemos que parte de este movimiento refleja la mayor visibilidad sobre el crecimiento de sus concesiones, la obtención de calificación *Investment Grade* y una menor percepción del riesgo país asociado históricamente a Grecia. **La siguiente fase de nuestra tesis depende mucho menos de una expansión adicional del múltiplo y mucho más de que llegue el crecimiento de resultados que ya está incorporado en las concesiones actuales.**

Baltic Classifieds Group (BCG)

Como su nombre sugiere, Baltic Classifieds opera portales de clasificados en los países bálticos, con Lituania representando aproximadamente tres cuartas partes del negocio. A través de sus distintas plataformas, BCG conecta compradores y vendedores en cuatro verticales: automóviles (35-40% de los ingresos), inmobiliario (25-30%), empleo (10-20%) y artículos de segunda mano (resto). En esencia, lo que serían Idealista, Coches.net, InfoJobs o Wallapop en España.

Los clientes pueden ser profesionales —concesionarios, agencias inmobiliarias o empresas contratando— o particulares. BCG monetiza principalmente mediante suscripciones en el caso de los profesionales y pagos por anuncio en el de los particulares. Aproximadamente el 54% de las ventas procede de clientes profesionales, el 37% de particulares (el resto de publicidad y servicios auxiliares).

La principal ventaja competitiva del negocio reside en sus efectos de red. Cuanto mayor es el número de anuncios disponibles, más atractiva resulta la plataforma para los compradores; y cuantos más compradores utilizan la plataforma, mayor es el incentivo para que los vendedores paguen por publicar en ella. Una vez alcanzada suficiente escala, este círculo se retroalimenta y resulta muy difícil de replicar. Los principales portales de BCG son líderes —o, en los pocos casos restantes, segundos— en sus respectivos mercados. Este liderazgo se traduce en márgenes EBITDA superiores al 75% y una conversión en caja que estimamos cercana al 85%.

La siguiente cuestión es de dónde puede venir el crecimiento. **BCG ya domina sus principales mercados, por lo que el crecimiento debe venir fundamentalmente de una mayor monetización de sus plataformas.** Para analizar hasta dónde puede llegar dicha monetización, en lugar de extrapolar las subidas de precios históricas, intentamos estimar qué porcentaje del valor económico generado por sus clientes termina capturando BCG, es decir, el *take rate*. En inmobiliario, donde podemos estimar esta relación con mayor precisión, calculamos que BCG captura aproximadamente el 4% de las comisiones generadas por las agencias inmobiliarias. Dicho de otra forma, por cada 100 euros de comisiones que generan sus clientes, BCG recibe unos 4 euros.

Un *take rate* del 4% nos parece reducido. Además, la economía sobre la que BCG cobra debería crecer nominalmente con el tiempo: en inmobiliario con el precio de las viviendas, en automóviles con el valor medio de los vehículos y en empleo con los salarios. Incluso si el ingreso medio por cliente inmobiliario llegara a duplicarse mientras las comisiones generadas por el sector aumentasen un 50%, el *take rate* de BCG aumentaría hasta aproximadamente el 5,3%, todavía por debajo del 6-7% observado en algunos mercados europeos más maduros. **Esto nos da confianza en que BCG todavía dispone de recorrido para continuar aumentando precios sin deteriorar la economía de sus clientes.**

Hay, además, un segundo motor de crecimiento por acción: las recompras de acciones propias. Aquí creemos que la actuación del equipo directivo resulta especialmente ilustrativa. En FY24 y FY25, BCG recompró tan solo un 1-2% del capital. Sin embargo, coincidiendo con una caída significativa de la cotización —sin un deterioro equivalente

del negocio—, aceleró considerablemente las recompras. Desde el comienzo de FY26, el número de acciones en circulación ha pasado de aproximadamente 482 a 414 millones, una reducción cercana al 14%. **Esto significa que un accionista que no haya vendido ninguna acción posee hoy una participación aproximadamente un 16% mayor en el negocio.**

Además de eso, la compañía ha utilizado deuda adicional para financiar parte de estas recompras, al considerar que sus acciones cotizaban suficientemente por debajo de su valor. No se trata, sin embargo, de una apuesta sin límite. En nuestra conversación con el CEO, nos explicó que, tras consultar con sus principales accionistas, la mayoría prefería mantener el apalancamiento por debajo de aproximadamente 2x EBITDA. Recientemente, los accionistas han aprobado una nueva autorización para recomprar hasta otro 15% del capital. Si BCG continúa creciendo y recomprando acciones a precios atractivos, la generación de caja por acción puede aumentar significativamente más rápido que la del negocio en su conjunto.

¿Por qué existe entonces la oportunidad? Creemos que la evolución reciente de la cotización refleja principalmente tres preocupaciones del mercado: la posible disrupción provocada por la inteligencia artificial, la necesidad de aumentar la inversión para competir y el riesgo geopolítico asociado a operar exclusivamente en los países bálticos.

Respecto a la inteligencia artificial, no creemos que una nueva interfaz de búsqueda elimine la ventaja competitiva de BCG. **El activo difícil de reproducir no es la página web, sino reunir simultáneamente suficiente inventario y compradores para que el marketplace tenga liquidez.**

Una preocupación más razonable es que BCG necesite invertir mucho más en producto y tecnología, diluyendo unos márgenes actualmente excepcionales. Un reciente informe bajista estima que, si BCG necesitara aumentar significativamente sus inversiones en tecnología, el margen EBITDA menos inversiones podría reducirse desde más del 75% hasta aproximadamente el 65%. No necesitamos que los márgenes permanezcan indefinidamente en los niveles actuales, pero tampoco compartimos que sea necesaria una normalización de esa magnitud. La compañía ya está aumentando su inversión en tecnología e incorporando IA en sus productos sin que, hasta ahora, observemos un cambio estructural en la rentabilidad del negocio.

Finalmente está el riesgo geopolítico. Es un riesgo real y no pretendemos eliminarlo de nuestro análisis. Sin embargo, hasta ahora no se ha traducido en un deterioro de la

actividad o de los fundamentales de BCG. Para nosotros, lo importante es seguir monitorizando si este riesgo termina afectando a la actividad económica, al comportamiento de clientes y usuarios o a la capacidad de la compañía para seguir operando y asignando capital con normalidad.

Nuestros números contemplan que la combinación de un crecimiento de ingresos de dígito simple alto y las recompras de acciones podría permitir que la generación de caja por acción crezca a doble dígito durante los próximos años.

Lucara Diamond

Lucara es propietaria de Karowe, una mina de diamantes situada en Botsuana que lleva en producción desde 2012. Su negocio es sencillo: extraer diamantes, procesarlos y venderlos. Lo extraordinario es el tipo de diamantes que encuentra.

El crecimiento de los diamantes producidos en laboratorio ha presionado especialmente las piedras naturales pequeñas y de menor calidad. Sin embargo, la demanda está mostrando una mayor resistencia en el extremo superior del mercado: diamantes naturales grandes y de alta calidad, cuyo valor depende no solo de sus características físicas, sino también de su escasez.

Karowe está excepcionalmente expuesta a este segmento. La industria denomina *Specials* a los diamantes en bruto superiores a 10,8 quilates. Históricamente, estas piedras han representado apenas un 5-7% de los quilates recuperados en Karowe, pero aproximadamente un 60-70% de sus ingresos. Desde 2013, la mina ha recuperado cerca de 400 diamantes superiores a 100 quilates. Como referencia, Letseng, otra de las minas más reconocidas por producir grandes diamantes naturales, recuperó nueve piedras superiores a 100 quilates durante 2025. Karowe recuperó 31. En el extremo de esta distribución aparecen piedras extraordinarias. Karowe ha recuperado diez diamantes de más de 1.000 quilates, entre ellos Motswedi, de 2.488 quilates, el segundo mayor diamante en bruto descubierto. La producción recurrente de grandes diamantes no es, por tanto, una anomalía, sino una característica estructural del yacimiento.

El problema nunca fue la calidad de Karowe. Fue la capacidad de Lucara para desarrollar el proyecto subterráneo. La compañía lleva varios años desarrollando un proyecto para transformar Karowe de una mina a cielo abierto en una mina subterránea. El objetivo es acceder a la parte de mayor valor del yacimiento y extender su vida hasta 2038. La explotación subterránea permitirá además acceder a una mayor proporción de la unidad geológica EM/PK(S), de la que proceden algunos de los

diamantes más valiosos recuperados históricamente en Karowe. Este mineral contiene aproximadamente el doble de quilates por tonelada que la otra unidad principal del yacimiento y sus diamantes tienen un mayor valor medio. El proyecto, por tanto, no solo prolongará la vida de la mina, sino que permitirá explotar mineral de mayor valor.

Sin embargo, la ejecución del proyecto ha sufrido importantes desviaciones. En 2023, las dificultades encontradas durante la excavación de los dos pozos verticales, especialmente la entrada de grandes volúmenes de agua y el tiempo necesario para impermeabilizarlos, obligaron a retrasar significativamente el proyecto y elevar su presupuesto. Una nueva revisión realizada a comienzos de 2026 volvió a incrementar el coste total estimado, esta vez hasta casi 800 millones de dólares, con el inicio de producción previsto para la primera mitad de 2028.

Un activo excepcional no compensa cualquier riesgo de ejecución o cualquier estructura financiera. Cuando comenzamos a analizar Lucara, nuestra primera tarea fue entender por qué un activo de la calidad de Karowe había terminado en esta situación. Esto nos llevó a reconstruir qué había fallado en el desarrollo del proyecto subterráneo y, sobre todo, a comprobar hasta qué punto esos problemas seguían presentes hoy.

La primera respuesta está en el propio avance de la obra. Durante 2025, los dos pozos alcanzaron finalmente su profundidad objetivo, dejando atrás la fase que había provocado buena parte de los retrasos originales. Aunque todavía quedan inversiones importantes por realizar, creemos que el riesgo de nuevas desviaciones significativas del presupuesto es hoy considerablemente menor que cuando comenzaron los problemas del proyecto.

Esto no elimina el riesgo de ejecución, pero sí cambia su naturaleza. Durante este año volvieron a aparecer entradas de agua en el desarrollo subterráneo y la construcción de la estructura del pozo de producción acumuló unas seis semanas de retraso. Pese a ello, la compañía ha conseguido hasta ahora absorber estos problemas sin modificar el presupuesto total ni la fecha prevista de entrada en producción.

También ha cambiado quién ejecuta el proyecto. William Lamb, que había participado en el desarrollo original de Karowe y dirigido Lucara hasta 2018, regresó como CEO en 2023, después de que el proyecto subterráneo hubiera sufrido sus principales desviaciones.

La tercera pieza que necesitábamos entender era la financiación. En enero, Lucara planteó inicialmente una ampliación de capital de 70 millones de dólares canadienses.

La demanda recibida permitió elevarla hasta 165 millones, con la participación de la familia Lundin, a la que conocemos bien, con la que mantenemos un buen diálogo y con cuyo ecosistema coincidimos además en otras dos inversiones de Glendale. Dos meses después, la compañía emitió 350 millones de dólares de deuda a cinco años, refinanciando la deuda de proyecto existente y reforzando la liquidez disponible para completar el *Underground Project*.

Nuestra decisión de invertir no respondió a ninguno de estos factores de forma aislada, sino a su coincidencia. El riesgo de ejecución no había desaparecido, pero la situación operativa y financiera de Lucara era sustancialmente distinta a la que había provocado los retrasos anteriores. Además, Lucara nos ha indicado que espera monetizar varias de las grandes piedras recuperadas recientemente durante el cuarto trimestre de 2026 o comienzos de 2027, antes de tener que tomar cualquier decisión sobre financiación adicional.

Aquí aparece la asimetría que buscamos. Para valorar Lucara hemos reconstruido el plan de mina utilizando esencialmente las hipótesis del último estudio de viabilidad (*Feasibility Study*): producción de diamantes, precios, costes y capital necesario para completar el proyecto. El estudio mantiene prácticamente constantes hasta 2032 los precios de las principales categorías de mineral. También incorpora la recuperación recurrente de grandes diamantes, porque forman parte de la economía histórica de Karowe. Para hacerlo utiliza la frecuencia observada históricamente de las denominadas *Legacy stones*, aquellas vendidas por más de cinco millones de dólares. Sin embargo, limita el valor atribuible a cada una a 25,6 millones de dólares, incluso aunque algunas piedras de Karowe hayan alcanzado valores muy superiores. Aplicado retrospectivamente, este límite habría valorado las *Legacy stones* recuperadas entre 2013 y 2024 aproximadamente un 13% por debajo de los ingresos realmente obtenidos. Es una distinción importante. Nuestro escenario base asume que Karowe seguirá produciendo grandes diamantes porque esa es precisamente una característica estructural del yacimiento, pero no necesita atribuir a las piedras más extraordinarias el valor que históricamente han llegado a alcanzar.

Hemos valorado Lucara mediante dos métodos: descontando los flujos de caja previstos en el *Feasibility Study*, sin atribuir valor terminal a la mina, y estimando su valor a partir de los beneficios normalizados una vez que la explotación subterránea esté operativa. **Ambos ejercicios apuntan a que nuestra inversión podría aproximadamente duplicar su valor si el proyecto se ejecuta conforme al plan actual.**

La contrapartida es clara. Si el proyecto vuelve a sufrir desviaciones importantes, Lucara podría necesitar capital adicional y nuestra inversión podría sufrir una pérdida relevante. **Por ese motivo hemos limitado deliberadamente el tamaño de la posición.**

No necesitamos que mejore el mercado del diamante, ni que se expanda el múltiplo, ni que Karowe encuentre otro Motswedi. Necesitamos, fundamentalmente, que Lucara termine el proyecto. Frente a la pérdida que podríamos sufrir si vuelve a fallar la ejecución, creemos que la posibilidad de doblar nuestra inversión si simplemente se cumple el plan actual ofrece una asimetría suficientemente atractiva para justificar una posición pequeña en la cartera.

Rentabilidad

Durante el tercer trimestre, la rentabilidad del fondo fue prácticamente plana. Las subidas registradas en julio y agosto se vieron compensadas por la caída de septiembre.

En lo que va de 2026, la rentabilidad se sitúa en el **+3,7%**, mientras que desde inicio es del **+0,5%**. Estas cifras deben interpretarse teniendo en cuenta que durante buena parte de nuestro primer año hemos mantenido una liquidez elevada mientras construíamos progresivamente la cartera. Por tanto, todavía no reflejan el comportamiento de una cartera plenamente invertida.

Período	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%)	0,7%	2,0%	(2,8%)				3,7%
Inicio													0,5%

Podéis consultar la [ficha mensual](#) del fondo, con el detalle de la cartera y sus principales magnitudes a cierre de septiembre.

Cierre

El pasado 10 de octubre, Glendale Equity cumplió su primer año de vida.

Doce meses siguen siendo un periodo demasiado corto para juzgar los resultados de una estrategia de inversión a largo plazo, pero han sido suficientes para empezar a mostrar cómo queremos invertir. Durante este primer año hemos dedicado buena parte de nuestro esfuerzo a analizar compañías, construir posiciones de manera progresiva y configurar una cartera concentrada en negocios que conocemos bien y en los que encontramos un potencial de rentabilidad atractivo.

Desde el cierre de septiembre hemos incorporado una nueva compañía, **DIGI España**, cuya tesis de inversión desarrollaremos en nuestra próxima carta. De este modo, en el momento de publicación de esta carta, la cartera cuenta ya con 19 compañías y más del 90% del patrimonio invertido. Nos acercamos así a la estructura que buscamos, aunque eso no significa que el trabajo de construcción haya terminado.

A partir de ahora, nuestro esfuerzo estará cada vez menos centrado en desplegar capital y más en mejorar continuamente la cartera, contrastando nuestras tesis y haciendo competir las nuevas oportunidades de inversión con las posiciones actuales. **No se trata de completar veinte posiciones, sino de asegurarnos de que el capital esté invertido en las mejores oportunidades que seamos capaces de encontrar.**

Nuestro compromiso para los próximos años es seguir aplicando con disciplina y mejorando continuamente nuestro proceso de inversión. Eso implica analizar las compañías con rigor, cuestionar nuestras propias conclusiones y contrastar continuamente nuestras hipótesis con la realidad. También exige reconocer los errores cuando los hechos contradigan nuestras expectativas y actuar en consecuencia. **No se trata de defender las decisiones que hemos tomado, sino de tomar las mejores decisiones posibles con la información disponible en cada momento, incluso cuando eso implique cambiar de opinión.**

Muchas gracias por acompañarnos durante este primer año y por la confianza que habéis depositado en nosotros.

Un abrazo,

Javier Elosúa Rodríguez
Asesor de Glendale Equity
13 de octubre de 2026