Pamplona, a 6 de octubre de 2026

Carta 3º trimestre 2026

Queridos co-inversores del fondo:

Cerramos el tercer trimestre de 2026 con un entorno que sigue marcado por una palabra: **incertidumbre.**

Las guerras y las tensiones geopolíticas continúan condicionando la economía mundial. No se trata solo de lo que ocurre en los mercados financieros. El impacto de un conflicto prolongado se traslada poco a poco a muchas partes de la economía: energía, transporte, seguros, materias primas, confianza empresarial, decisiones de inversión y, finalmente, al **bolsillo de las familias.**

El IPC de septiembre ha cerrado en el 4,9% anual. Ya llevamos tiempo soportando que, para llenar el depósito, hacer la compra, contratar unas vacaciones o, simplemente, mantener el mismo nivel de ahorro mensual, tenemos que hacer cada vez más esfuerzo.

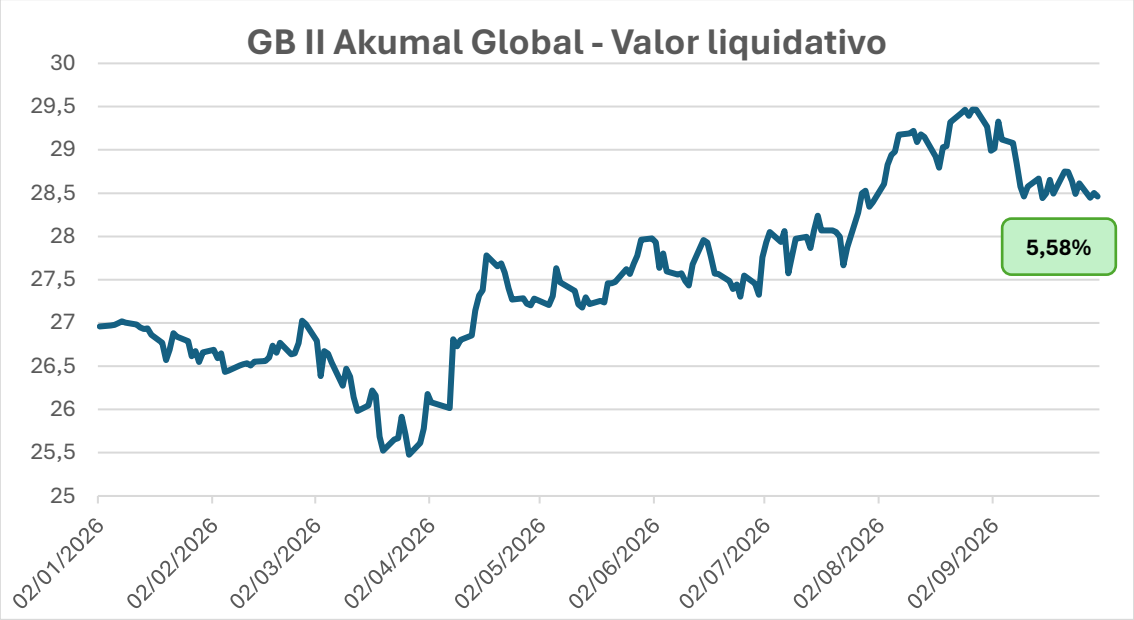
Y para los ahorradores el problema es cada vez más importante: tener dinero parado puede dar sensación de seguridad, pero si la inflación se mantiene elevada durante más tiempo, nuestro dinero no invertido (o invertido sin una rentabilidad suficiente) va a tener una pérdida real muy importante con el paso del tiempo.

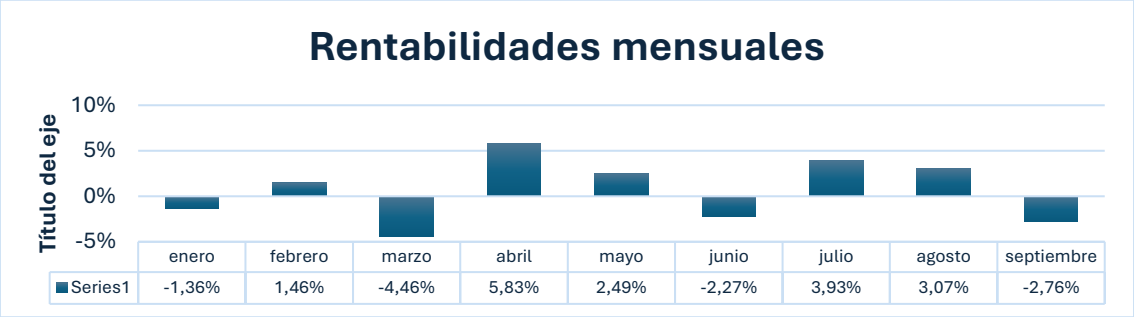
A esta situación se suma la reacción de los bancos centrales. Previamente estábamos en un periodo en el que se esperaban bajadas de tipos de interés, pero la persistencia de la inflación está obligando a los bancos centrales a mantener una política monetaria más dura de lo previsto, e incluso subir tipos. El coste es evidente: hipotecas más caras, financiación empresarial más exigente, menor consumo y más presión sobre gobiernos muy endeudados.

En este contexto, conviene no olvidar algo sencillo: no podemos controlar la guerra, la inflación, los tipos de interés ni las decisiones de los bancos centrales. **Lo que sí podemos controlar es cómo están invertidos nuestros ahorros**. Mi trabajo consiste en construir una cartera preparada para escenarios distintos: que pueda protegerse cuando el entorno se complica y que tenga flexibilidad para aprovechar oportunidades cuando el mercado ofrece buenos activos a mejores precios.

En el resto de la carta intentaré, de la forma más sencilla, que podáis entender la evolución del fondo y las decisiones que vamos tomando por el camino.

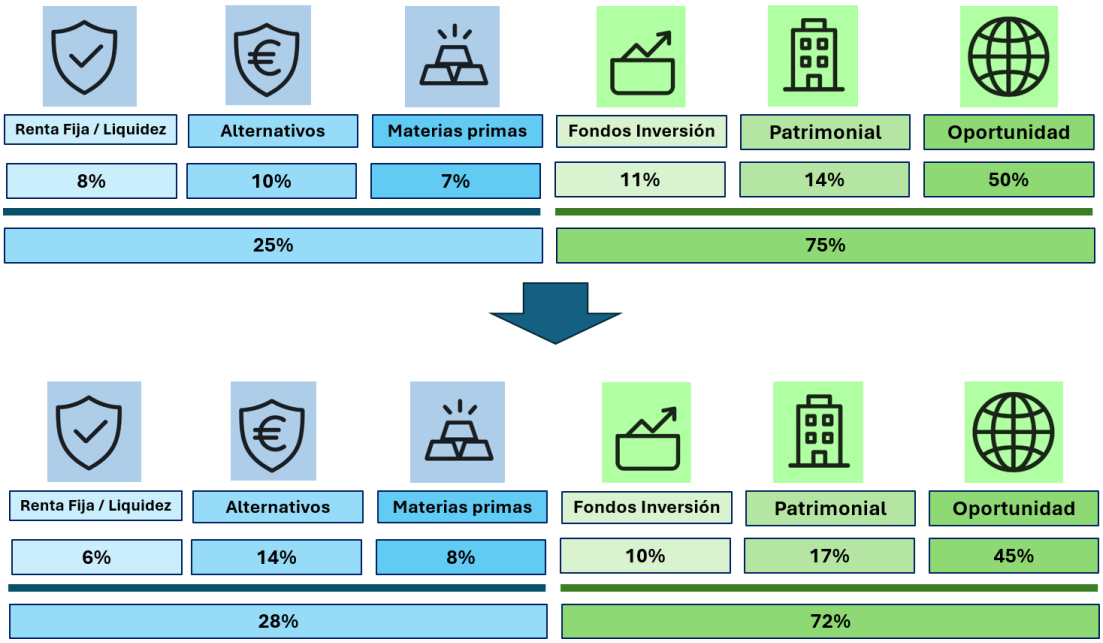
GB II AKUMAL GLOBAL – CARTERA Y MOVIMIENTOS





- El fondo tiene un **patrimonio de 6,85 millones** de euros de **153 partícipes** a cierre de trimestre.
- El fondo cierra el 30 de septiembre con un **5,58% de rentabilidad** en 2026.

Los diferentes bloques también han tenido variaciones, como vemos del 30/06 a 30/09:



El cambio parece mínimo, pero el fondo está en una posición más defensiva, más robusto y diversificado.

BLOQUE DE PROTECCIÓN

Renta Fija + Alternativos + Materias primas

Recordad que el objetivo principal de este bloque es **protegernos** frente a la volatilidad que soporta la renta variable, esos vaivenes de mercado en el corto plazo. Son 3 órganos que aportan una muy buena diversificación y, especialmente, descorrelación con la renta variable. Y no solo eso, también aportarán una rentabilidad razonable a la cartera.

Cuando la renta variable de oportunidad de ir reduciendo ciertas posiciones, aumentaremos esta parte más defensiva.

Exposición bloque defensivo 28%:

- **Liquidez y renta fija corto plazo: 6%.** Hemos dejado la liquidez a mínimos para aprovechar oportunidades.
- **Alternativos: 14%.** aproximadamente el **8%** está en 4 fondos de inversión que protegen muy bien. Tenemos menos del 1% en un bono pequeño y, lo más relevante actualmente: **tenemos un 5% de deuda americana a 10 años.**
- **Materias primas: 8%.** hemos pasado del 5% de **oro al 6%** por la recuperación del precio del mismo, y del 1,75% al **2,37% de bitcoin** por las fuertes subidas de las últimas semanas. Ambos con diferentes dinámicas y estrategia, pero considerados activos importantes para proteger la cartera.

¿POR QUÉ TENEMOS UN 5% DEL FONDO EN BONOS USA 10 AÑOS?



El Treasury estadounidense a 10 años ha llegado a tocar el 5,34%, máximos desde 2002, y el 30 años el 5,68%. Estados Unidos se está financiando a estas tasas a largo plazo, con expectativas de subidas de tipos en las próximas reuniones y un tensionamiento de las cuentas públicas. Hemos incorporado un 5% del fondo a través de un ETF (en los dos puntos amarillos) en el bono al ofrecer una rentabilidad atractiva para un activo líquido y de alta calidad. Ojo, el rendimiento es a la inversa (conforme los tipos suben, la renta fija baja, por lo que tenemos una pequeña pérdida acumulada del -2,3%, sin contar cupones).

Paga por esperar, diversifica la cartera y puede actuar como protección si la economía estadounidense se enfría y el mercado vuelve a anticipar futuras bajadas de tipos. Estos niveles y la subida tan importante de los rendimientos, nos hacen pensar que puede ser una buena protección y con potencial rentabilidad, al estar el gobierno y la Reserva Federal muy tensionados. No les interesa que vaya más allá. De todas formas, mantendremos este peso máximo en este activo por si la escalada sigue.

BLOQUE DE RENTABILIDAD

Fondos de inversión + negocios patrimoniales + oportunidad

Recordad que el objetivo de este bloque es claro: **obtener rentabilidad.** Buscamos el crecimiento de nuestro patrimonio, intentando obtener **retornos del 15% anual** en este bloque. Se compondrá de una exposición a renta variable diversificada y complementaria entre sí.

FONDOS DE INVERSIÓN: 10%

GESTORA	FONDO	PESO
PALM HARBOUR	PALM HARBOUR GLOBAL VALUE	3,20%
HAMCO	HAMCO SICAV GLOBAL VALUE FUND	3,19%
Federated Hermes Limited	ASIA EX JAPAN EQUITY	2,13%
ESTELA CAPITAL	ESTELA GLOBAL EQUITIES	1,59%
cobas asset management	COBAS GRANDES COMPAÑÍAS	0,38%

NEGOCIOS PATRIMONIALES – 17%

Negocios con activos patrimoniales en balance: empresas de oficinas, naves industriales, centros de datos, hoteles y grupos empresariales. Objetivo: buen dividendo y revalorización de los negocios.



Aumentamos peso un 3% de este bloque al haber soportado caídas relevantes en los negocios de real estate. Estos negocios, como Colonial, Gecina, Vonovia, Merlin Properties, etc., tienen una buena parte de sus activos con deuda, al tener mucha cantidad de inmuebles. Con las subidas de tipos de interés, el mercado ha interpretado que estos negocios van a ver contraídos sus beneficios al tener que pagar más intereses por la deuda que tienen. El mercado no va al detalle, solo pone en narrativa un movimiento macroeconómico. Sin embargo, estos negocios no se han visto deteriorados, el grueso de sus ingresos está vinculado a contratos a largo plazo referenciados a inflación y el precio de sus activos sigue revalorizándose. La gran parte de la deuda que tienen está cubierta a tipos fijos de interés.

Cada una con su historia, vemos una asimetría importante entre el riesgo que soportamos y el potencial de revalorización que tienen todas.

Hemos incorporado a LEG Inmobilien y Bellevue Group AG (gestora suiza de fondos) con un peso muy pequeño y hemos aumentado en Gecina, Vonovia y Colonial, y especialmente en Merlin Properties.

MERLIN PROPERTIES

Merlin Properties es una **SOCIMI** especializada en inmuebles comerciales de calidad en la Península Ibérica. Su cartera se centra en oficinas, logística centros comerciales y, cada vez más, centros de datos. Tiene unos 13.500 millones de activos y ocupación cercana al 95%. La tesis tiene dos patas:

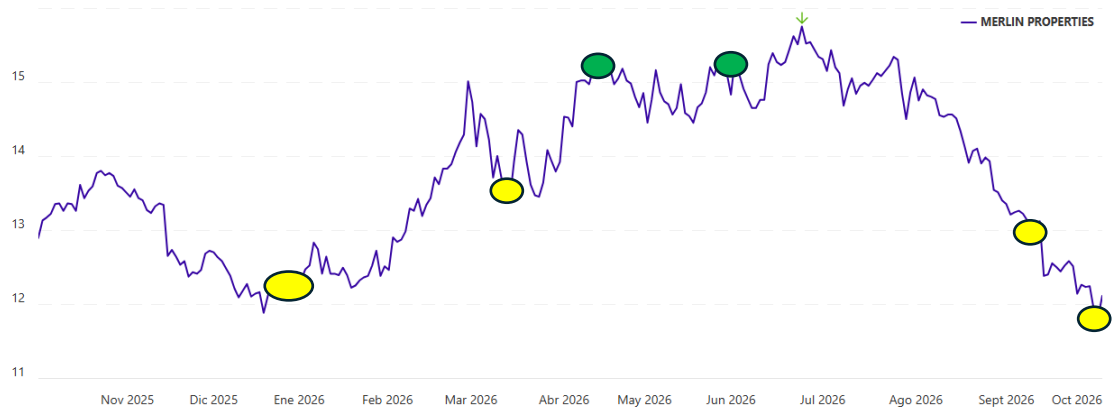
- Negocio inmobiliario tradicional: bien ubicados, ocupaciones altas y crecimiento de rentas.
- Centros de datos: ya está siendo una plataforma relevante de infraestructura digital, con 160 MW alquilados, con esta división con mucho crecimiento y creación de valor.

Ambas partes sustentadas por un balance sólido con apalancamiento relativamente bajo y ratings de investment grade, crecimiento visible y los centros de datos como catalizador de crecimiento. Además, cotiza con un descuento interesante por la calidad de su negocio del 25% sobre el valor neto de sus activos.

Al igual que al resto de SOCIMIs y REITs, el aumento de los tipos de interés es lo único que ha afectado al precio de sus cotizaciones. Los negocios siguen igual de bien que hace 2-3 meses.

En Merlin, la volatilidad de mercado la hemos aprovechado de la siguiente forma:

Inicio de año hicimos una posición cercana al 2%, para vender (puntos verdes) casi todo en zona de máximos de 15 euros por acción y quedarnos con una parte residual. Con las caídas actuales, hemos vuelto a aprovechar para hacer hasta un 2,5% del fondo en esta empresa.



Como podéis ver, la caída desde agosto ha sido vertical, habiendo sucedido lo mismo en todo el mercado inmobiliario. Tras revisar las tesis con las presentaciones de resultados del primer semestre y viendo que los precios han afectado a todas de una forma muy negativa, hemos aumentado posición en las empresas mencionadas anteriormente.

EMPRESAS - OPORTUNIDAD – 45%

Lo que buscamos en este bloque es encontrar oportunidades en empresas con negocios entendibles, cuentas claras, balance saneado y alineación de intereses. Estas oportunidades las vamos a encontrar en casos como:

- Empresas de calidad que por cambio de narrativa o circunstancias temporales han sufrido un fuerte castigo por el mercado.
- Empresas con alto potencial de revalorización que el mercado ignora.

- Pequeñas empresas donde los grandes fondos no pueden acceder y son negocios muy buenos cotizando a precios atractivos.

Tenemos una diversidad de negocios, de diferentes sectores y países.

- **Marcas textiles:** Crocs, Lululemon y Puma.
    - **Añadimos:** Moncler SPA
- **Perfumes y cosméticos:** Puig Brands
- **Ocio - restauración:** Kinepolis y AmRest.
    - **Venta total:** Domino´s Pizza Group plc (+23%)
- **Salud – seguros:** Clinica Baviera y UnitedHealth Group
- **Software y servicios tecnológicos:** Adobe, PayPal, Uber, Constellation Software, eDreams, Catenon, Teleperformance, Evolution Gaming, Accenture, Amadeus IT Group, Booking Holdings, Expedia, Cognizant Tech Solutions, Microstrategy, y Meta Platform.
    - **Añadimos:** Fiserv y Universal Music Group
    - **Venta total:** SAP (+38%) y Veeva Systems (+66%)
- **Energía/materias primas e industriales:** Tubacex, Ferrexpo y Foraco; Verallia y Viscofan.
    - **Añadimos:** Global Dominion
    - **Venta total:** Acerinox (+26%) y CAF (+19%)
- **Autos y autopartes:** Stellantis y Cie Automotive

Por temáticas, como podéis comprobar, el bloque **softwate y servicios tecnológicos tiene un 23% de peso en el fondo**. Dentro de este bloque, en la anterior carta comentábamos el **15% que teníamos en empresas muy relacionadas con software**, la mayoría SAAS. Hemos reducido y ahora tienen un peso conjunto del 11%, con las ventas totales de SAP y Veeva Systems, además de varias ventas parciales tras las fuertes revalorizaciones de julio y agosto. **Estas ventas nos han proporcionado un 3,07% de rentabilidad total al fondo.**

Este bloque está siendo muy afectado por las diferentes narrativas según van apareciendo nuevos modelos de IA, agentes, anuncio de inversiones en centros de datos, capacidad, etc. Cosas que el mercado pone en precio rápido trasladando unas expectativas muy positivas o muy negativas, sin punto medio, ocasionando grandes bajadas de cotización o fuertes subidas. Para que podáis tener un ejemplo del péndulo actual que es el mercado, comentamos dos inversiones relevantes de cartera:

META PLATFORMS Y BOOKING HOLDINGS INC. Dos historias

Para poder entender fácilmente la empresa, **Meta Platforms** es, básicamente, un negocio de publicidad digital basado en atención y datos. Controla las aplicaciones Facebook, Instagram, WhatsApp, Messenger y Threads, con miles de millones de usuarios cada día. Monetiza vendiendo espacios publicitarios a empresas. Un negocio con mucha red, mucho alcance, mucho potencial de monetización, y cotizando a unas valoraciones que nos empezaban a gustar dada la calidad de la empresa.

Comenzamos a invertir en Meta en junio tras las preocupaciones que tenía el mercado por el enorme volumen de inversión en inteligencia artificial. Su negocio no se deterioraba, ni mucho menos (ingresos +28%, impresiones publicitarias +14% y precio medio por anuncio +12%), pero el gasto en centros de datos, chips y nuevos modelos de IA no estaba claro que pudiese transformarse en beneficios reales. El run run del Metaverso seguía ahí. Y Mark Zuckerberg no anunciaba ninguna nueva IA, ni dispositivo, ni nada.

Incrementamos en agosto tras las nuevas caídas y llevamos la inversión total al 3%:

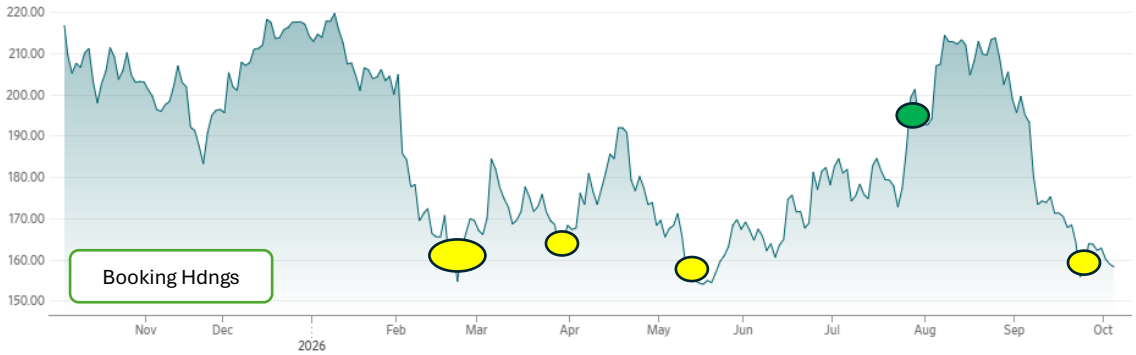


De repente, el lanzamiento de Muse, su nuevo agente de inteligencia artificial y sus nuevas gafas inteligentes, cambió la narrativa del mercado y ahora parece que Meta va a ser capaz de monetizar todo esto de una forma considerable. El péndulo ha ido hacia el otro lado. Nuestra posición llegó a ser casi del **4%,** aprovechamos para vender cuando la cotización tocaba máximos históricos (ya saben aquello de compra con el rumor y vende con la noticia) y la posición pesa menos del **2%** actualmente. Seguimos viendo una grandísima empresa con potencial, pero el precio y, por ende, el riesgo, ha cambiado.

Esta narrativa también ha afectado a **Booking Holdings**. Booking, plataforma global de reservas de viajes, que muchos utilizaréis, conecta a viajeros (demanda) con hoteles, apartamentos, vuelos, coches de alquiler y restaurantes (oferta) principalmente a través de Booking.com, Priceline, Agoda, Kayak y OpenTable. Booking no es dueña de ningún hotel ni apartamento, solo actúa como intermediario digital cobrando una comisión por cada reserva. Es uno de los mayores intermediarios digitales del mundo, ligero en activos, muy rentable y con fuertes efectos de red: más oferta atrae a más usuarios y más usuarios atraen más hoteles. Muy bien gestionada.

Comenzamos a invertir tras las fuertes caídas de inicio de año, castigada por miedo a la IA como amenaza al intermediario, tarifas algo más ajustadas en Estados Unidos, mayor

gasto en marketing y una valoración exigente. La empresa presentó muy buenas cuentas de cierre de 2025, pero el mercado empezó a cuestionar estas dudas.



Hicimos una posición fuerte en el fondo llegando al 2,25% hasta finales de junio tras considerar que había suficiente margen de seguridad y potencial para invertir en el negocio. Las cuentas del primer semestre fueron buenas, generando muchísima caja. Digamos que al mercado se le quitó un poco de los miedos anteriores y la cotización subió con fuerza. Aprovechamos para vender una parte y quedarnos con el 1,5% de posición.

Sin embargo, el anuncio de Muse por parte de Meta, ha vuelto a castigar fuertemente la cotización: Muse es un agente de IA que puede ejecutar tareas. En el caso de Booking, el mercado considera que puede eliminarlo y ejecutar directamente una reserva de viaje total (comparar y comprar vuelos, hoteles, hacer los pagos...), por lo que el mercado extrapola esta narrativa impactando negativamente al precio de Booking. ¿Qué hemos hecho? Volver a hacer el modelo de Booking y tomar la decisión de **aumentar el peso en la empresa hasta el 2,5%**. Tenemos una empresa con crecimiento, cliente muy vinculado, fuerte generación de caja, sin deuda y un impacto muy negativo ya en precio. Trimestre a trimestre iremos viendo la evolución de su negocio.

Estos ejemplos espero que os sirvan para comprender cómo se puede mover el mercado a corto plazo y las decisiones que tomamos en Akumal. Mucha parte de los movimientos de estas dos empresas se han debido a narrativas, mientras que lo único que hace mover la cotización de una empresa a largo plazo son los resultados que va obteniendo, la calidad de su negocio y las expectativas para seguir siendo un fuerte competidor.

Para terminar, como novedad en Akumal, se ha incorporado al equipo **Unax Oroz como analista junior,** para darme más capacidad de análisis y valoración de empresas. Bienvenido al equipo, Unax, esto no ha hecho más que empezar.

También estoy a punto de lanzar la web, con la idea de dar más visibilidad a este proyecto y que os sirva también para recomendar a vuestra gente. Cosa que agradezco muchísimo, pues esto solo funciona por el boca a oreja.

Atentamente,

Ian Petrina Azpilicueta