

Junio 2020

Estimado/a inversor/a:

En esta segunda carta anual repasaremos el rendimiento obtenido por el Fondo y explicaremos en mayor detalle nuestro proceso de inversión. Si el año pasado hablábamos de qué es lo que hacemos en Marango, este año nos centraremos en cómo lo hacemos.

Marango Equity Fund, FI obtuvo un rendimiento (neto de comisiones) del **13,63% durante los últimos doce meses, acumulando un rendimiento del 17,61% desde su inicio**<sup>1</sup>. Se trata de un excelente resultado del que estamos especialmente orgullosos. Primero, por producirse dentro de un contexto muy complicado; y segundo, porque el Fondo ha vuelto a demostrar su fortaleza, haciéndolo significativamente mejor que el mercado durante las históricas caídas de los primeros meses del año. Cabe recordar que es importante hacerlo bien durante las subidas del mercado, pero más importante aún es hacerlo durante las caídas. De esta manera, además de no quitar el sueño a nuestros partícipes, aumentamos sustancialmente nuestras posibilidades de generar un rendimiento superior a lo largo del tiempo.

	Rendimiento a 1 Año (%)	Rendimiento Acumulado desde el inicio (%)
Marango Equity Fund, FI	+13,63	+17,61
MSCI Europe NR Eur	-4,24	-4,87
MSCI World NR Eur	+6,99	+11,75
MSCI ACWI NR Usd	+5,43	+4,07

Fuente: Bloomberg y MSCI

Marango no tiene definido por folleto ningún índice de referencia o "benchmark". En cualquier caso, y a modo comparativo, incluimos el rendimiento total del MSCI Europe y el MSCI World en euros, así como el rendimiento del MSCI All Country World Index en dólares.

## Resiliencia

Pocos de nosotros, por no decir ninguno, podíamos imaginar que un virus pudiese desatar una crisis sanitaria y financiera a nivel global como la que estamos viviendo. En cualquier caso, todo parece indicar que lo peor ha quedado atrás y que las drásticas medidas económicas adoptadas por algunos gobiernos, y especialmente por los grandes bancos centrales, han contribuido a calmar la sangría financiera y a sortear una posible depresión económica.

Sea como fuere, ninguna de estas medidas conseguirá evitar una desaceleración económica, la caída temporal de los beneficios empresariales y el aumento del endeudamiento de familias, gobiernos y empresas. Muchas de estas verán, además, peligrar su supervivencia en el corto plazo al encontrarse en una situación vulnerable tras años de financiación excepcionalmente barata. Afortunadamente, la preferencia del Fondo por compañías con

---

<sup>1</sup> 1 de junio de 2018

ventajas competitivas que presentan poder de fijación de precios, baja intensidad de capital e ingresos recurrentes, y que además se ven beneficiadas por tendencias estructurales, hace que sus beneficios y, por tanto, el precio de sus acciones, sean más resilientes en épocas complicadas como la actual.

Las compañías de calidad en las que invertimos presentan, además, un balance sólido con un endeudamiento muy inferior al promedio de mercado, como demuestra el hecho de que más de la mitad de ellas tienen caja neta positiva y de que ninguna presenta un indicador de Deuda Neta sobre EBITDA superior a 2,2 veces. Por lo tanto, no encontrarán dificultades al refinanciar su deuda o por tener que hacerlo en condiciones peores que las actuales.

Esto no quita que algunas de ellas se hayan visto impactadas temporalmente por las medidas de confinamiento y distanciamiento social. Así, por ejemplo, Pepsico ha visto caer sus ventas por la clausura de bares y restaurantes, Inditex, Apple o Nike por el cierre de sus tiendas y las empresas de belleza, L'Oréal y Estée Lauder, por el impacto indirecto del sector turístico. Además, la compañía estadounidense de equipos médicos, Medtronic, se ha visto golpeada por la cancelación o el retraso de las operaciones no urgentes, Accenture por su perfil relativamente cíclico y las compañías de servicios financieros, Visa y Mastercard, por la fuerte caída del consumo y del negocio transfronterizo.

En cualquier caso, no hay que olvidar que el valor de una compañía viene determinado por el descuento de sus flujos de caja futuros a una tasa apropiada. Por tanto, incluso en el supuesto extremo de que estas compañías no generasen beneficios durante los 2 próximos años, su valor intrínseco no cambiaría significativamente. Así, por ejemplo, en el caso de Automatic Data Processing (ADP), compañía proveedora de servicios de gestión de nóminas que se ha visto afectada por el temor al desplome del empleo en Estados Unidos, su valor se reduciría menos de un 10% debido a que el 80% del mismo está determinado por los flujos de caja generados a partir del quinto año.

En definitiva, estamos convencidos de que ninguna de estas grandes empresas verá amenazada su solidez financiera o su negocio a largo plazo. Por el contrario, creemos que saldrán fortalecidas al verse beneficiadas, entre otras cosas, por sus sólidas plataformas de comercio electrónico, la aceleración en el proceso de digitalización o el cambio hacia el pago digital desde el efectivo.

## Menos es más

Las estrategias de inversión, como las especies darwinianas, evolucionan con el paso del tiempo. A lo largo de la historia encontramos numerosos ejemplos de estrategias dominantes que han sido sustituidas por otras en un momento determinado. Así, por ejemplo, la inversión en función del valor contable de los años 30 y 40 fue sustituida por la inversión en compañías con un elevado dividendo después de la Segunda Guerra Mundial y esta, a su vez, por la inversión en empresas de crecimiento en los años 60.

En cualquier caso, aunque las estrategias de inversión evolucionen, las grandes ideas permanecen. Y es la combinación de estas ideas las que dan origen a nuestra filosofía de inversión, cuyas raíces se encuentran en el legado de algunos de los mejores inversores de la historia como son Philip Fisher, Warren Buffett, Charlie Munger y, por supuesto, Benjamin Graham. Del primero nos quedamos, principalmente, con la inversión a largo plazo en carteras concentradas y con poca rotación. De Buffett y Munger con conceptos como el "Moat" o

ventaja competitiva, la rentabilidad sobre el capital o la asignación de capital. Y, por último, de Benjamin Graham, el indispensable margen de seguridad a la hora de invertir en un negocio.

<b>Philip Fisher</b>	<b>Warren Buffett/Charlie Munger</b>	<b>Benjamin Graham</b>
Inversión a largo plazo	en negocios de calidad	a buen precio

La estrategia resultante, que explicábamos el año pasado, se puede resumir en invertir a largo plazo en acciones de calidad cuando estén infravaloradas. Esta estrategia, sencilla a primera vista, presenta una dificultad práctica: las acciones de los negocios de elevada calidad cotizan, como es lógico, a múltiplos superiores al promedio del mercado, siendo las oportunidades para comprarlos a precios atractivos poco frecuentes. Es por ello, que debemos ser pacientes y estar preparados para que, cuando surjan dichas oportunidades, y los precios reflejen una excesiva negatividad, podamos actuar con determinación. Para ello es clave tener definido un **proceso de inversión** sólido y disciplinado.

Nuestro proceso de inversión consta de 4 fases bien diferenciadas: filtro cuantitativo, análisis cualitativo, valoración y selección de ideas. Teniendo en cuenta que actualmente cotizan 58 mil acciones a nivel global, tratar de seleccionar las mejores de entre todas ellas es como buscar una aguja en un pajar. Es por ello por lo que, a través de un filtro excluyente, eliminamos todas aquellas compañías que no cumplen con unos determinados criterios de tamaño, geográficos, sectoriales y económicos.

De esta manera descartamos aquellas compañías con una capitalización inferior a los tres mil millones de dólares, reduciendo el número de acciones disponibles hasta 3.800 (el 6.6% del total) que, sin embargo, representan el 88% del valor agregado del mercado. Del mismo modo, suprimimos las compañías que no pertenecen a países de la OCDE y aquellas pertenecientes a industrias en las que no invertimos por criterios económicos o por razones Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG). Marango no invierte en empresas de automóviles y aerolíneas (por ser intensivas en capital y con mucha competencia) ni en bancos y compañías de seguros (muy apalancadas por naturaleza y sin crecimiento estructural). Tampoco lo hace, por criterios ASG, en las industrias de Defensa, Petróleo, Gas y Combustibles, Metales y Minería, Casinos y Juegos de Azar, Bebidas Alcohólicas y Tabaco.

Finalmente, tras haber filtrado por tamaño, geografía y sector, descartamos aquellas compañías que no cumplen con unas condiciones necesarias de crecimiento, rentabilidad, solvencia y liquidez. Algunos de los criterios más importantes son: un crecimiento orgánico fuerte, márgenes brutos y operativos altos (estables o crecientes), un rendimiento sobre el capital elevado a lo largo del ciclo económico, alta conversión de sus flujos de caja (superiores al beneficio neto) y bajo apalancamiento financiero.

Como consecuencia de este proceso de criba nuestro universo de inversión queda reducido a alrededor de 100 acciones. A pesar de ser un filtrado muy exigente, no es ni muchos menos suficiente para tomar una decisión de inversión. Por tanto, analizaremos a continuación los negocios desde un punto de vista cualitativo, con especial hincapié en la existencia de ventajas competitivas y su sostenibilidad en el tiempo, y convertiremos las proyecciones de sus flujos de caja en valoraciones.

Una vez filtrado, analizado y valorado, seleccionamos aquellas compañías (entre 25 y 35) con el mayor potencial y en las que tenemos una fuerte convicción. Nuestro objetivo es mantener estas acciones en cartera durante muchos años y solo desharemos una posición si encontramos una oportunidad de inversión más atractiva o si los fundamentales del negocio se han deteriorado sustancialmente, pero nunca lo haremos para realizar beneficios. Al igual que hacen los jardineros, regamos las flores y cortamos las malas hierbas, no al revés.

Es importante destacar que a lo largo de este proceso tenemos muy en cuenta la posible interferencia de sesgos cognitivos y emocionales, y las posibles trampas de valor y de crecimiento. Dentro de los sesgos del comportamiento, tratamos de evitar especialmente el sesgo de confirmación (consistente en buscar información que sustente nuestro punto de vista) y la ilusión de control o tendencia a pensar que sabemos más sobre el futuro de lo que realmente sabemos.

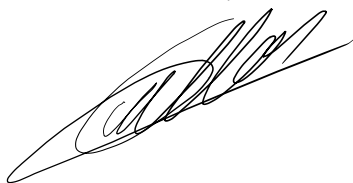
### No se trata de predecir el diluvio, sino de tener preparado el arca.

Decía el economista John Kenneth Galbraith que existen dos tipos de pronosticadores: los que no saben y los que no saben que no saben. Sin embargo, muchos inversores necesitan creer en las predicciones de los gurús de mercado aun sabiendo que no tienen ninguna base científica. La razón fundamental es que el ser humano, como animal en búsqueda continúa de patrones de conducta, necesita explicación incluso de lo inexplicable. La alternativa de no saber es demasiado incómoda.

En Marango no creemos en profecías, sino en probabilidades. La incertidumbre es algo inherente a la inversión y nuestro trabajo consiste en lidiar con ella. Para ello debemos convertir las oportunidades de inversión en probabilidades y valor esperado, utilizando siempre un cierto margen de seguridad. No tratamos de saber qué hará el precio de las acciones mañana, la próxima semana o el año que viene. Tampoco tratamos de anticipar, o adaptar nuestra cartera, ante una posible corrección o recesión. Lo único que sabemos es que a largo plazo el precio de las acciones crece en consonancia con los beneficios de los negocios y, por eso, debemos seleccionar aquellos con las mejores expectativas.

Nuestro objetivo no es otro que estar preparado para lo que pueda pasar, aunque finalmente no suceda. Para ello, contamos con una cartera concentrada de negocios que sean fáciles de entender, pero difíciles de replicar, y que presenten un adecuado crecimiento y rentabilidad con independencia de ciclo económico y sin necesidad de endeudarse. Estamos convencidos de que esto, junto con una orientación a largo plazo y un proceso de inversión disciplinado, nos otorga una ventaja competitiva sostenible que aumenta las probabilidades de obtener un rendimiento superior al del mercado a lo largo del tiempo y, como dirían los estoicos, nos da la libertad de no depender del exterior.

Atentamente,



Francisco Pinillos | [fpinillos@marangofund.com](mailto:fpinillos@marangofund.com)

## Cartera de Inversiones (junio - 2020)

### Servicios Financieros – Servicios financieros personales

Mastercard Inc

Visa Inc

### Servicios Financieros – Mercados de capitales

London Stock Exchange Group PL

S&P Global Inc

### Comunicaciones – Medios interactivos

Alphabet Inc

### Industrial – Maquinaria industrial

Kone OYJ

### Tecnología de la Información – Software

Adobe Systems Inc

Autodesk Inc

Intuit Inc

Microsoft Corp

SAP SE

### Tecnología de la Información – Hardware

Apple Inc.

### Tecnología de la Información – Servicios

Accenture

Automatic Data Processing

### Salud – Biotecnología y Productos farmacéuticos

Novo Nordisk A/S

Johnson & Johnson

Roche Holding AG

### Salud – Equipos médicos

Coloplast A/S

EssilorLuxottica

Masimo Corp

Medtronic PLC

### Consumo Defensivo – Bienes de consumo envasados

Nestlé SA

### Consumo Defensivo – Productos del hogar

Colgate-Palmolive Co

L'Oréal SA

The Estee Lauder Companies Inc

Unilever NV

### Consumo Defensivo – Bebidas no alcohólicas

PepsiCo Inc

### Consumo Discrecional – Artículos textiles y bienes de lujo

Nike Inc

### Consumo Discrecional – Ventas al por menor

eBay Inc

Industria De Diseno Textil SA