

Estimados inversores:

En esta carta anual **comentamos la evolución del Fondo, analizamos la situación actual en los mercados y profundizamos en nuestra filosofía de inversión.** Como hemos recalcado otras veces, es importante que todos entendamos cómo invertimos para saber qué podemos esperar de nuestro fondo y para evitar tomar decisiones precipitadas en momentos de incertidumbre.

Desempeño de la cartera

La siguiente tabla muestra la rentabilidad año a la fecha y a un año del Fondo:

	Rendimiento 2022 (%)	Rendimiento 12 meses (%)
Marango Equity Fund, FI	-23,5	-15,3
MSCI ACWI Growth NR USD*	-27,9	-23,5
MSCI World NR USD*	-20,5	-14,3
MSCI World NR EUR	-13,5	-2,8

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 ACWI Growth NR USD (con el que nos compara Morningstar), el MSCI World NR USD y el MSCI World NR EUR.

Marango obtuvo un rendimiento (neto de comisiones) del -15,3% durante los últimos doce meses, acumulando un rendimiento del +18,2% desde el inicio. Los principales contribuyentes al rendimiento anual fueron: Novo Nordisk, Pepsico, Apple, Nestlé y Johnson & Johnson. Por su parte, los mayores detractores fueron: PayPal, Disney, Amazon, Adobe y Crocs.

A lo largo del año deshicimos nuestras posiciones en Adyen, Autodesk, Becton Dickinson, eBay, Hellofresh, Inditex, Johnson & Johnson y London Stock Exchange Group, e invertimos en acciones de Airbnb, Amazon, ASML, Crocs, Dominos Pizza, Starbucks y Netflix.

Comentario de mercado

Desde el inicio del Fondo los mercados han experimentado varios momentos de elevada volatilidad. El primero, durante el último trimestre de 2018 donde los principales índices bursátiles registraron

retrocesos del 20%. El segundo, durante el inicio de la pandemia donde se produjo una de las correcciones más rápidas y fuertes de las últimas décadas. Y, por último, **durante los seis primeros meses de 2022** donde los mercados han registrado uno de sus peores inicios de la historia.

El principal catalizador de la caída bursátil actual lo encontramos en el fuerte repunte de la **inflación a nivel global**, potenciado por la escalada de precios de la energía, los materiales y la comida derivados de la guerra de Ucrania. Esto ha obligado a los principales Bancos Centrales a girar hacia una política monetaria restrictiva, combinando una rápida subida de los tipos de interés con la retirada paulatina de sus programas de compra de bonos.

Como consecuencia de ello, las bolsas estadounidenses (donde invertimos gran parte del patrimonio) han entrado oficialmente en lo que se conoce como un mercado bajista o, dicho de otra manera, han sufrido caídas superiores al 20% desde sus precios máximos. Desde 1929, el S&P 500 ha registrado, sumando el actual, 29 mercados bajistas con unas caídas medias del 38%. **Las buenas noticias son que el índice subió, en promedio, un 339% durante los siguientes mercados alcistas**¹. A pesar de las caídas, algunas de las cuales han sido especialmente severas, un dólar invertido en el año 1870 se habría convertido en 20.514 dólares en términos reales a finales de mayo de 2022. Desde mínimos del último mercado bajista (febrero de 2009), los mercados habían subido un 424%² a esa fecha.

Como decíamos en nuestra última Nota a Inversores³, las emociones y la liquidez mueven los mercados en el corto plazo, mientras que **a largo plazo es el crecimiento de los beneficios lo que realmente determina el precio de las acciones**. Hay que recordar que desde el año 1950, el principal índice estadounidense, el S&P 500, ha registrado de media tres caídas del 5% al año, una corrección del 10% cada dieciséis meses y un recorte superior al 20% cada siete años. Sin embargo, los beneficios de las empresas (con un crecimiento promedio del 8% al año) se han duplicado cada nueve años, llevando al S&P 500 a doblar su valor, de igual manera, cada 9 años.

El modelo de Grinold – Kroner⁴ nos dice, de manera resumida, que el rendimiento esperado de una acción (o cartera) es la suma de la rentabilidad por dividendo, el crecimiento de los beneficios y la expansión/contracción del múltiplo de mercado (P/E). Gran parte de las caídas de este año se deben a la fuerte contracción del múltiplo que los inversores están dispuestos a pagar por los beneficios de las empresas. Es decir, ha caído el numerador (precio) pero no el denominador (beneficios). A pesar del pesimismo actual respecto a una posible contracción del denominador, **los beneficios de las compañías en las que invertimos siguen creciendo a un ritmo elevado y creemos que lo seguirán haciendo en el futuro**.

¹ www.ftportfolios.com/Common/ContentFileLoader.aspx?ContentGUID=4ecfa978-d0bb-4924-92c8-628ff9bfe12d

² <https://www.morningstar.com/articles/1099591/6-things-to-know-about-stock-market-crashes-and-downturn>

³ <https://marangofund.com/wp-content/uploads/2022/05/Nota-a-Inversores-Mayo-2022.pdf>

⁴ <https://cfastudyguide.com/grinold-kroner-model/>

No cabe duda de que nos encontramos en un momento complicado como consecuencia de los altos precios y la posibilidad de que los tipos de interés suban por encima de los niveles que la economía puede soportar sin entrar en recesión. En cualquier caso, no esperamos que ninguno de estos dos factores tenga un efecto negativo a largo plazo sobre los negocios en cartera. Nuestra filosofía de inversión se basa en invertir a largo plazo en negocios de calidad cuando su valor intrínseco se encuentra muy por encima de su cotización. Por tanto, **factores como la inflación o los tipos de interés pierden importancia en este tipo de análisis fundamental.**

La inflación, por ejemplo, es un desafío para aquellas empresas que requieren de mucho capital o que ofrecen productos o servicios poco diferenciados. Estas empresas a menudo no pueden trasladar a los consumidores finales las presiones en los costes vía subida de precios. En Marango, por el contrario, **invertimos en compañías con capacidad de subir precios** debido a que sus productos o servicios son altamente deseados por sus clientes y, por tanto, cuentan con una fuerte ventaja competitiva. Más allá, este tipo de compañías pueden aprovechar este entorno para subir precios incluso por encima de la inflación al estar los clientes menos sensibilizados.

El poder de fijación de precios (protección de márgenes), junto con los ingresos recurrentes (protección de las ventas), permite que los beneficios se mantengan estables incluso cuando la demanda se contrae. Si, además, la compañía depende principalmente de sus activos intangibles, estos beneficios se generan con altos rendimientos del capital y, por tanto, los beneficios sólidos se traducirán en flujos de efectivo sólidos. Un buen indicador del poder de fijación de precios de una compañía es su margen bruto. **Las empresas que tenemos en cartera cuentan actualmente con un margen promedio del 60%** (es decir que venden por 10 un producto o servicio que les cuesta 4) frente al 45% del mercado. Esto pone de manifiesto su capacidad de trasladar el aumento de los costes a los clientes sin que los márgenes se resientan.

En cuanto a los tipos de interés, es obvio que una mayor tasa de descuento afecta a la valoración de los activos financieros. Especialmente sobre las empresas de crecimiento cuya valoración es más susceptible a una subida de tipos al depender principalmente de sus flujos de caja a más largo plazo. En cualquier caso, **el aumento del precio del dinero tendrá un impacto limitado sobre los negocios que tenemos en cartera** que cuentan con poca o nula deuda, un gran porcentaje de efectivo en caja y una elevada rentabilidad sobre el capital invertido que les permite financiarse a sí mismas.

Filosofía de Inversión

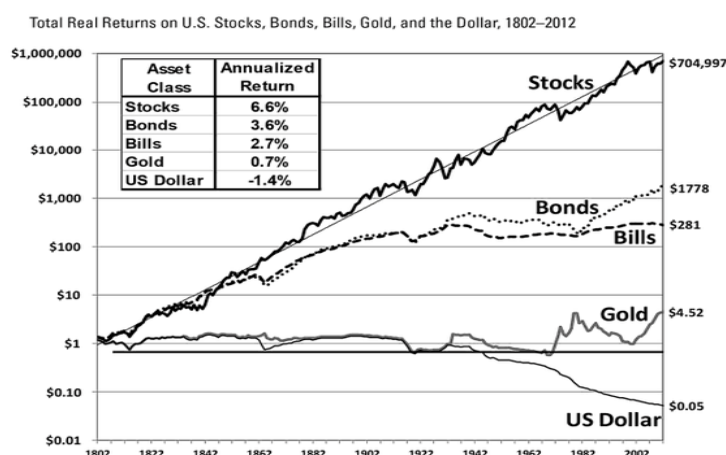
La locución latina “Primum non nocere” (lo primero es no hacer daño) es una máxima atribuida a Hipócrates y, aunque no se incluya en su famosos juramento, sirve de guía ética a los médicos en su

profesión. De igual manera, creemos que nuestra principal misión como asesores debe ser no hacer daño. Esto se traduce en que **lo primero que debemos hacer es proteger el capital de nuestros partícipes para luego hacerlo crecer.**

No conocemos mejor manera de conseguir este objetivo que **invertir en un grupo reducido de acciones de negocios de alta calidad cuando coticen a precios atractivos y con un horizonte temporal a largo plazo.** Creemos que esta estrategia nos ofrece un amplio margen de seguridad independientemente de los que nos digan el precio de las acciones en un momento concreto.

Acciones

La historia nos dice que, si tenemos suficiente paciencia y tiempo por delante, **la inversión en renta variable es la mejor opción para obtener una buena rentabilidad a largo plazo.** Según los cálculos del economista Jeremy Siegel, publicados en su libro "Stocks for the Long Run", la rentabilidad real (eliminando el efecto de la inflación) de las acciones estadounidenses durante un periodo de más de 200 años (de 1802 a 2012) fue del 6,6% anual, muy por encima del 3,6% de los bonos del gobierno a largo plazo o del 0,7% del oro.



Fuente: "Stocks for the Long Run" de Jeremy Siegel

Sin embargo, de acuerdo con un estudio publicado por Hendrik Bessembinder⁵, el 58% de las acciones de los índices estadounidenses NYSE, Amex y Nasdaq obtuvieron, entre los años 1926 y 2016, un rendimiento inferior al de las Letras del Tesoro de aquel país. Y no sólo eso: **apenas un 4% de ellas fueron las responsables de que el rendimiento de las acciones fuera superior a la de los activos libres de riesgo.**

⁵ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900447

La conclusión que podemos sacar es clara: el rendimiento agregado de las acciones es superior al de los otros tipos de activos financieros (como demuestra Siegel), pero el de la mayoría de las acciones no lo es. Es decir, **el rendimiento superior generado por un pequeño número de acciones ha compensado históricamente el bajo o negativo rendimiento del resto**. Por tanto, si somos capaces de seleccionar aquellas acciones de negocios de calidad que presentan crecimiento y un alto rendimiento sobre el capital invertido en ellas de manera sostenida, tendremos muchas probabilidades de hacerlo mejor que el promedio del mercado.

Negocios de Calidad

En Marango contamos con unos **estrictos criterios financieros a la hora de invertir**. En concreto, exigimos que las compañías cuenten con: 1) un fuerte crecimiento orgánico real, 2) márgenes amplios que sean estables o crecientes, 3) un elevado rendimiento sobre el capital, 4) unos flujos libres de caja por encima de las necesidades del negocio, 4) un balance sólido con mucho efectivo y poca deuda y 5) un equipo directivo alineado con los intereses de los accionistas.

En nuestra opinión, la característica financiera más importante para establecer la calidad de una compañía es que esta sea capaz de obtener un **alto retorno sobre el capital invertido en ella con independencia del ciclo económico**. Para que una compañía genere un alto retorno sobre el capital de manera sostenida es necesario que cuente con ciertas ventajas competitivas que le permitan defenderse de aquellos competidores que se sientan atraídos por su alta rentabilidad.

Además, creemos que es crucial invertir en compañías cuyo equipo gestor haya demostrado un uso disciplinado y eficiente de sus flujos libres de caja. Se trata pues de buscar **empresas con gestores racionales que adopten decisiones alineadas con el futuro del negocio y con los intereses de los inversores**, más allá de la percepción y las exigencias del corto plazo. Esto, sin duda, es más sencillo de encontrar en empresas familiares o en aquellas con un accionista de referencia.

Precio

La calidad de la inversión, por su parte, está directamente relacionada con el precio que paguemos por un negocio. Creemos que siempre existe el riesgo de pagar en exceso por un negocio de alta calidad y cuanto mayor sea el descuento en la compra, mayor será el margen de seguridad. Nuestro indicador favorito para seleccionar inversiones es el «Free Cash Flow Yield», que no es más que el efectivo generado por una compañía durante un año (después de restarle todos los gastos) dividido por su capitalización o valor de mercado. Nuestro ideal es que este se encuentre, como mínimo, entre un 4% y un 5%.

La razón es que comparamos esa cifra con lo que debería ser el rendimiento de los bonos del Tesoro a largo plazo (alrededor del 3-4% en un mercado no manipulado por las compras de los Bancos Centrales) y le sumamos un 1% que es lo que exigiría de más un inversor racional. A medida que pase el tiempo, las compañías en cartera seguirán generando flujos de caja mientras que los bonos no lo harán, de manera que estaremos creando valor si somos capaces de comprar acciones con un "Free Cash Flow Yield" por encima del rendimiento esperado de los bonos.

Horizonte temporal a largo plazo

Por otro lado, dada la dificultad de predecir el comportamiento de los mercados en el corto plazo, consideramos que **una buena cobertura es tener un horizonte temporal a largo plazo**. Al centrarnos en este horizonte temporal, tendremos mayor grado de tolerancia ante la volatilidad y podremos aprovechar las oportunidades que nos brinda el mercado en periodos de elevado pesimismo.

Pensamos que conseguir entrar y salir del mercado en el momento óptimo de manera continuada es prácticamente imposible. Además, solo el hecho de intentarlo puede dañar seriamente nuestro rendimiento a largo plazo si al hacerlo nos perdemos algunas de las mejores sesiones bursátiles. Por esta razón, y porque los costes de transacción explícitos (comisiones, tasas, etc.) e implícitos (horquilla de precios o impacto de mercado) lastran el rendimiento de forma considerable, en Marango invertimos a largo plazo realizando el mínimo número de operaciones de compraventa posible.

En cualquier caso, esto es más fácil de decir que de hacer. **La inversión a largo plazo requiere de una habilidad importante, la paciencia**. Como decía Warren Buffett, "la Bolsa es un mecanismo por el cual se transfiere dinero del impaciente al paciente". Cuando los mercados caen, y nos sentimos abrumados por las noticias económicas, como sucede este año, tememos por nuestro bienestar financiero. Entonces las emociones toman el control de nuestro cerebro que nos pide tomar decisiones. A la hora de invertir, esto se suele traducir en vender a precios de liquidación con la finalidad de proteger nuestra cartera de un daño mayor.

Vender en el momento equivocado, como en medio de una recesión, es uno de los mayores errores que podemos cometer a la hora de invertir. Nos puede parecer prudente e incluso nos puede producir satisfacción ver que el mercado continúa cayendo después de haber vendido nuestras acciones. Pero ese placer pronto será reemplazado por arrepentimiento. Estamos convencidos de que **nuestro éxito como inversores dependerá en gran medida de nuestra paciencia**. Cualquier superioridad que pueda tener nuestra filosofía de inversión solo emergerá con el tiempo, por lo que la paciencia es clave.

Perspectivas

En Marango no tratamos de anticipar la evolución de la economía, pero creemos que es importante saber en qué parte del ciclo económico nos encontramos. Actualmente **estamos inmersos en la típica “etapa de desaceleración”** que se caracteriza, principalmente, por una ralentización del crecimiento, desempleo en mínimos, un endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de los bancos centrales y una inflación elevada.

Las acciones son un activo real y, en teoría, no deberían verse afectadas por la inflación (los ingresos y el crecimiento de los beneficios se reportan en términos monetarios). Sin embargo, como dijo el famoso catcher de los New York Yankees de los años 50 y ahora filósofo, Yogi Berra, en teoría no hay diferencia entre la teoría y la práctica, pero en la práctica la hay. La realidad es que **la inflación es un problema para muchas empresas** (sin poder de fijación de precios) ya que no solo tienen dificultades para presupuestar y planificar, sino que a menudo no son capaces de convertir el crecimiento de los ingresos en mayores beneficios ya que los costes pueden crecer más rápido que los ingresos.

En cualquier caso, **es importante fijarse tanto en el nivel de inflación como en su evolución**. El efecto sobre las acciones no será el mismo con una “inflación alta y subiendo” que con una “inflación alta, pero cayendo”. En el primer caso, que representa el contexto actual, los sectores más beneficiados serán los de energía y materiales⁶. Sin embargo, todo indica que la economía se encamina hacia un régimen de “inflación alta, pero cayendo” en el que probablemente los sectores ganadores sean Consumo, Salud y Tecnología en los que tenemos invertidos gran parte de nuestro patrimonio.

Para finalizar, me gustaría señalar que el valor intrínseco de cada una de las compañías que forman parte de nuestra cartera está actualmente muy por encima de su de cotización, lo que implica unos potenciales de revaloración muy significativos para el valor liquidativo del Fondo durante los próximos meses. Mientras esto ocurre, debemos ser pacientes. Nuestro mayor enemigo seremos nosotros mismos. Hace décadas, el padre de la inversión en valor, Ben Graham, señaló el principal fallo a la hora de invertir utilizando una cita de Shakespeare: **“La culpa, querido Bruto, no está en las estrellas, sino en nosotros mismos”** (Casio en Julio César).

En definitiva, creemos que las caídas del mercado, y el alto nivel de pesimismo, han creado excelentes oportunidades de inversión a largo plazo. Y, aunque sabemos que es muy difícil navegar a través de estos periodos de elevada volatilidad, estamos convencidos de que en un plazo razonable el valor de las compañías en nuestra cartera se hará evidente.

⁶ Fuente: BCA Research. Global Investment Strategy: Macroeconomic Regimes And Their Implications For US Equities

Cartera (Julio 2022)

Servicios Financieros:

Mastercard Inc...4,30%
Paypal Holdings Inc...1,08%
S&P Global Inc...2,97%
Visa Inc...4,52%

Comunicaciones:

Alphabet Inc...5,90%
Netflix Inc...1,43%
The Walt Disney Co...2,97%

Industrial:

Kone OYJ...2,73%

Tecnología de la Información:

Accenture PLC...4,13%
Adobe Systems Inc...4,03%
Apple Inc...2,88%
ASML Holdings...2,88%
Intuit Inc...3,53%
Microsoft Corp...5,15%
Salesforce.com Inc...1,39%
ServiceNow Inc...1,44%
Uber Technologies Inc...1,15%

Salud:

Coloplast A/S...1,44%
Novo Nordisk A/S...4,86%
Roche Holding AG...2,93%
Zoetis Inc...2,14%

Consumo Básico:

L'Oréal SA...4,24%
Nestlé SA...2,47%
PepsiCo Inc...1,92%

The Estee Lauder Companies...3,32%
Unilever PLC...1,94%

Consumo Discrecional:

Amazon.com Inc...2,80%
Airbnb Inc...0,69%
Crocs Inc...1,25%
Domino's Pizza Inc...2,68%
Hermes International...1,62%
MercadoLibre Inc...0,71%
Nike Inc...2,71%
Starbucks Corp...3,45%