

Estimados inversores:

Este mes celebramos el quinto aniversario de Marango Equity Fund, FI. Durante estos cinco años, hemos trabajado incansablemente con el **objetivo principal de aumentar el patrimonio de nuestros partícipes**. Nos complace ver cómo, a pesar de los desafíos que han surgido a lo largo del camino, nuestros esfuerzos han dado sus frutos.

En esta carta analizamos el desempeño del Fondo y brindamos la información necesaria para una mejor comprensión de la filosofía de inversión que respalda nuestro riguroso proceso de selección de empresas.

Aunque reconocemos que el mercado de valores puede ser volátil e impredecible en el corto plazo, **creemos firmemente en su capacidad para reflejar adecuadamente el valor intrínseco de las empresas a largo plazo**. Estamos convencidos de que, al seguir aplicando consistentemente nuestra filosofía de inversión, no solo alcanzaremos nuestras metas, sino que las sobrepasaremos.

## Desempeño del Fondo

**Marango obtuvo un rendimiento (neto de comisiones) del 15,8% durante los últimos doce meses**, acumulando un rendimiento del +37,1% desde el inicio.

	Rendimiento 2023 (%)	Rendimiento 12 meses (%)
Marango Equity Fund, FI	14,7	15,8
MSCI World NR EUR	12,6	13,6
MSCI World NR USD	15,1	18,5

Fuente: Bloomberg y MSCI

Aunque Marango no tiene definido en su folleto ningún índice de referencia o “benchmark”, incluimos, a modo comparativo, el rendimiento total del MSCI World en euros y en dólares.

Las compañías que más contribuyeron al rendimiento anual del Fondo fueron: Novo Nordisk (+1,9%), Netflix (+1,8%), ASML Holding (+1,8%), Microsoft (+1,8%) y Crocs (+1,6%). Por el contrario, los principales detractores fueron: The Estée Lauder (-1,0%), Domino's Pizza (-0,6%), Kone (-0,5%), Roche (-0,4%) y Salesforce (-0,3%).

A lo largo del último año hemos realizado algunos cambios en nuestra cartera. En concreto, hemos vendido nuestras participaciones en Crocs, Intuit, Kone, MercadoLibre, Netflix, PayPal, Salesforce, Starbucks y Unilever. En su lugar, hemos optado por invertir en acciones de Moodys, MSCI, S&P Global y TSMC. **Estas modificaciones nos han permitido aumentar la calidad de la cartera y concentrarnos en nuestras mejores ideas de inversión.**

A fecha del 30 de junio de 2023, las diez principales posiciones del Fondo eran Microsoft, Visa, Novo Nordisk, Alphabet, L'Oréal, Accenture, Apple, S&P Global, ASML Holding y MasterCard. Cabe señalar que ocho de ellas, que constituyen aproximadamente el 40% del Fondo, llevan en cartera desde el año 2018, lo que evidencia nuestra confianza en su desempeño a largo plazo.

## Comentario de mercado

### Riesgos inesperados: la muerte de Houdini

En el mundo de las inversiones, a menudo encontramos lecciones valiosas en historias sorprendentes. La trágica experiencia de Harry Houdini, el famoso ilusionista y escapista, nos enseña una lección importante. Durante una de sus célebres actuaciones, Houdini retaba al hombre más fuerte de la audiencia a golpearle en el estómago, asegurando que podía resistir cualquier golpe sin inmutarse. Este truco, al igual que el resto de su repertorio, se basaba en la idea de desafiar las leyes de la física.

En 1926, después de un espectáculo, Houdini invitó a un grupo de estudiantes a su camerino. Uno de ellos le golpeó, sin previo aviso, en el estómago causándole un dolor intenso. Al despertar al día siguiente, Houdini se encontró sumido en un dolor agonizante. Pronto se descubrió que su apéndice estaba roto, probablemente debido al impacto del golpe recibido, y falleció poco después.

Esta historia nos recuerda que **los mayores riesgos son aquellos que nos toman por sorpresa**. A pesar de que Houdini había superado con éxito numerosas situaciones peligrosas en el pasado, no estaba preparado para un simple golpe de un estudiante. Como inversores también debemos estar alerta ante los riesgos ocultos y subestimados.

Esos riesgos, de los que nadie habla, pueden tener un impacto significativo cuando finalmente se materializan.

**Para evitar estas trampas, debemos adoptar una mentalidad de preparación constante.** Sabemos que los eventos inesperados o las crisis pueden ocurrir en cualquier momento, aunque no podemos predecir cuándo ni dónde exactamente. Por lo tanto, es fundamental estar siempre preparados y no depender de predicciones a la hora de tomar decisiones de inversión.

Hacer predicciones precisas sobre los movimientos de los mercados bursátiles, que son sistemas complejos por naturaleza, conlleva errores inevitables. Por esta razón, en Marango nos centramos en el análisis e investigación exhaustiva de las empresas para **construir una cartera capaz de resistir los desafíos que puedan surgir y de proporcionar un rendimiento sólido a largo plazo.**

Sobre predicciones y realidades

**Al inicio de este año, los economistas y estrategias de los principales bancos de inversión anticipaban una caída de los mercados bursátiles en 2023,** siendo la primera profecía de este tipo desde el cambio de siglo. El consenso pronosticaba pérdidas en la primera mitad del año, seguidas de una recuperación, y un desempeño del sector tecnológico inferior al promedio del mercado. Como suele ser habitual, ninguna de estas predicciones se hizo realidad.

Además, ninguno de ellos contempló la posibilidad de una crisis bancaria como la acontecida a principios de año. Los bancos son negocios altamente apalancados, con poco capital propio y una gran cantidad de deuda, principalmente en forma de depósitos de clientes. Estos recursos los utilizan para otorgar préstamos y, en menor medida, para invertir en activos financieros.

El problema surge cuando una parte significativa de los préstamos o de las inversiones resulta fallida. O aún peor, cuando un gran número de clientes decide retirar sus fondos. Este último escenario suele suceder a gran velocidad y, en muchos casos, provoca el colapso de las entidades. Por esta razón, y debido a la dificultad para valorar la calidad de sus balances, **en Marango no invertimos en el sector bancario.**

**Mientras tanto, los mercados bursátiles han cerrado el mejor primer semestre desde 1983 y uno de los más fructíferos de la historia.** El sector tecnológico estadounidense ha liderado las subidas gracias al impulso de las denominadas “siete magníficas” (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla y Alphabet), que han contribuido al 85% de la revalorización del índice S&P 500.

**La dispersión de los rendimientos ha sido notable.** Los sectores de tecnología de la información y comunicaciones, que sufrieron caídas en torno al 40% el año pasado, obtuvieron un rendimiento aproximadamente un 25% mayor que los dos grandes ganadores de 2022: el sector financiero y el energético. El auge de la Inteligencia Artificial, y las esperanzas de un aterrizaje suave de la economía, han sido los grandes catalizadores durante la primera mitad del año.

## Filosofía de inversión

### La simplicidad como esencia

**La simplicidad es la característica fundamental de nuestra filosofía.** A menudo, los inversores añaden una complejidad innecesaria a sus estrategias de inversión. Nosotros, por el contrario, sostenemos que cuanto más clara y sencilla es una tesis de inversión, más eficaz resulta. Rara vez las estrategias más complicadas se traducen en rendimientos más altos.

En este sentido, nos gusta recordar una anécdota que ilustra esta idea, relacionada con la NASA y su búsqueda de soluciones sofisticadas. Durante los primeros años de la carrera espacial, la agencia espacial estadounidense invirtió una cantidad considerable de tiempo y dinero en desarrollar un bolígrafo que pudiera funcionar sin gravedad y en condiciones extremas. Paradójicamente, los rusos encontraron una solución mucho más simple: utilizaron un lápiz. De manera similar, nuestro sistema de inversión incorpora la esencia intrínseca de la simplicidad.

En Marango, invertimos en negocios que sean fáciles de entender, pero difíciles de replicar. **Compañías que presentan crecimiento y rentabilidad con independencia del ciclo económico y sin necesidad de endeudarse.** Además, tratamos de pagar un precio razonable, lo que nos proporciona cierto margen de seguridad. Creemos firmemente que esta estrategia es la mejor para alcanzar nuestros objetivos de inversión y evitar lo que nosotros consideramos el verdadero riesgo: una pérdida permanente de capital.

### Los tres pilares del rendimiento

Un aspecto que consideramos clave es el análisis de los factores que influyen en la evolución del precio de una acción. Para ello, nos basamos en el modelo Grinold- Kroner<sup>1</sup>, que establece que el rendimiento esperado de una acción es el resultado de la suma de tres componentes: **el rendimiento para el accionista** (que incluye la rentabilidad por

---

<sup>1</sup> <https://cfastudyguide.com/grinold-kroner-model/>

dividendo y el cambio en el número de acciones en circulación), **el crecimiento nominal de los beneficios y el cambio en el múltiplo de valoración de mercado.**

$$\text{Rentabilidad esperada} = \text{Rentabilidad para el accionista} + \text{Crecimiento nominal de los beneficios} + \text{Cambio en el múltiplo de valoración}$$

Nuestro verdadero objetivo como inversores es identificar aquellas acciones en las que estas tres variables converjan de manera favorable. **Los grandes ganadores a largo plazo son aquellos títulos que presentan una robusta generación de flujos libres de caja, que les permita reinvertir o retribuir a los accionistas, un crecimiento sostenido de los beneficios y una relación precio/beneficio persistentemente baja o moderada.**

Sin embargo, encontrar este tipo de oportunidades no es una tarea sencilla, ya que **las empresas con flujos de caja consistentes y crecimiento estable son poco comunes y, por tanto, valiosas.** En general, el mercado suele atribuir múltiplos de valoración elevados a estas empresas, especialmente cuando su crecimiento sostenido es predecible con un alto grado de certeza.

En cualquier caso, de vez en cuando surgen oportunidades únicas para adquirir empresas excelentes a precios atractivos. Es importante tener presente que **el precio de las acciones es mucho más volátil que el valor intrínseco de las empresas que las respaldan.** De hecho, en promedio, el precio de las acciones oscila alrededor de un 50% entre su máximo y su mínimo anual.

Un ejemplo relevante en nuestra cartera es Apple. En 2016, la empresa cotizaba a 10 veces beneficios ya que muchos inversores la veían como “la próxima Nokia”. Sin embargo, la empresa había implementado un agresivo programa de recompra de acciones y presentaba un sólido crecimiento de beneficios apoyado en una enorme base de clientes leales.

Desde entonces, la empresa con sede en Cupertino ha reducido su número de acciones en circulación en un 28%, brindando a los accionistas un rendimiento anual del 6%. Además, su crecimiento de beneficios se ha traducido en una rentabilidad anual del 8%, mientras que el múltiplo de valoración de la empresa, que ha alcanzado las 30 veces sus beneficios, ha generado un retorno anual del 20%. En conjunto, **las acciones de Apple han experimentado una apreciación anual del 37% durante este periodo.**

### El motor principal

De los tres componentes de la rentabilidad esperada de una acción, **en Marango nos enfocamos principalmente en el crecimiento nominal de los beneficios.** Si bien somos

conscientes de la importancia de los dividendos y de la recompra de acciones, y de que el precio pagado tiene mucha relevancia en el corto plazo, es indudable que **la rentabilidad y el crecimiento son los motores fundamentales para el rendimiento sostenido de las acciones a largo plazo.**

Para valorar el potencial de crecimiento de una empresa, **analizamos métricas clave como la Rentabilidad sobre el Capital Invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) y la Tasa de Reinversión.** El ROIC, que se calcula dividiendo el beneficio neto operativo después de impuestos (NOPAT, por sus siglas en inglés) entre el capital invertido, es un indicador esencial de la calidad de una empresa y de su posible "ventaja competitiva".

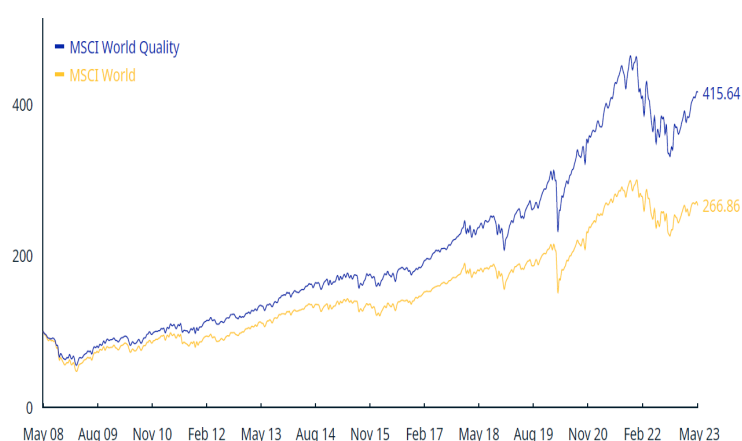
La Tasa de Reinversión, por su parte, nos muestra que proporción de los beneficios se reinvierten en la empresa en vez de ser distribuido como dividendos. Las empresas capaces de reinvertir una parte importante de sus ganancias, y obtener un alto rendimiento, generan un valor considerable para los accionistas a largo plazo.

En cualquier caso, un alto ROIC (superior al costo de capital) y la capacidad de reinvertir los beneficios, son condiciones necesarias, pero no suficientes, para encontrar empresas de calidad como las que invertimos en Marango.

## En busca de la Calidad

Históricamente las acciones de calidad han superado al mercado, con una volatilidad relativamente baja, durante largos períodos de tiempo. Sin embargo, como estilo de inversión, sigue sin recibir la atención que se merece.

*Rendimiento Acumulado del MSCI World Quality Index (2008- 2023)*



Fuente: MSCI

La definición precisa de “calidad” en el ámbito de las inversiones ha seguido un proceso evolutivo, que comenzó a tomar forma con la llegada de la inversión basada en factores<sup>2</sup>. Aunque sigue siendo un concepto algo subjetivo, tanto la comunidad académica como los inversores han logrado avances significativos en la identificación y definición de los atributos que caracterizan a una empresa de calidad.

Para identificar este tipo de empresas se utilizan fundamentalmente tres variables. La primera es la **rentabilidad**, medida a través de indicadores como el retorno sobre patrimonio (ROE) o el retorno sobre el capital invertido (ROIC). La segunda es la **seguridad**, que se establece a partir de diversas métricas de solvencia, como la relación de deuda sobre patrimonio. Y la tercera, y última, la **robustez de las ganancias**, reconocible a través de factores como la estabilidad de los beneficios o la discrepancia entre el flujo libre de caja y el beneficio neto.

En base a lo anterior, podemos decir que, para nosotros, **una empresa de calidad es aquella que es rentable, segura y que obtiene la mayor parte de sus beneficios en efectivo.**

Baluartes: nuestra primera línea de defensa

Dentro de la estructura de una fortaleza, el baluarte es una pieza crucial. Esta construcción pentagonal, emplazada en las esquinas de la muralla, no sólo proporciona una protección crucial sino también una visión panorámica. En Marango, hemos adoptado este concepto para definir **los cinco criterios que cualquier empresa debe cumplir para ser candidata a formar parte de nuestra cartera.**

<p>Baluarte Marango Equity Fund, FI</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Altos rendimientos sobre el capital invertido</li><li>✓ Márgenes amplios (estables o crecientes)</li><li>✓ Abundante flujo libre de caja</li><li>✓ Balance sólido y poca deuda</li><li>✓ Fuerte crecimiento orgánico real</li></ul>
---------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Nuestro objetivo es construir una cartera concentrada en empresas con modelos de negocio duraderos y ventajas competitivas sostenibles que, en conjunto, puedan aumentar los beneficios subyacentes por acción en torno a un 10% anual. Asumiendo que no pagamos un precio excesivo, con el tiempo, la valoración de las acciones se ajustará al crecimiento de los beneficios de cada empresa.

<sup>2</sup> <https://www.blackrock.com/co/estrategias/inversion-por-factores>

Buscamos empresas con un rendimiento sostenido sobre el capital invertido (ROIC) de al menos el 20%, aproximadamente el doble del promedio corporativo a lo largo de los ciclos, y altos márgenes de beneficio que sean, además, estables o crecientes. Prestamos especial atención al margen bruto y el margen operativo, los cuales deben ser idealmente superiores al 60% y al 25% respectivamente. Estas dos medidas pueden indicar la existencia de una ventaja competitiva.

El modelo de negocio es crucial, por lo que es imprescindible que las empresas generen un flujo libre de caja superior a sus necesidades operativas. Ese capital excedente estará disponible para realizar inversiones que creen valor y/o para devolver efectivo a los accionistas. Tratamos de seleccionar aquellas empresas cuyo Flujo Libre de Caja sea superior a su beneficio neto.

También consideramos fundamental el contexto de la industria y las tendencias favorables, por lo que buscamos empresas que muestren un crecimiento sostenible de los ingresos orgánicos. Además, creemos en la importancia de balances excepcionalmente sólidos. Aunque no hay reglas fijas, muchas de nuestras empresas cuentan con más efectivo que deuda, la cual podrían pagar con el flujo libre de caja en un período de dos a tres años.

A modo ilustrativo, nos gustaría destacar que las diez primeras posiciones de nuestra cartera contaban, al 30 de junio, con un ROIC promedio del 34%, un Margen Bruto del 63%, un Margen Operativo del 36%, una Deuda sobre Patrimonio de 0,7x y un Flujo Libre de Caja sobre Beneficio Neto del 106%.

Estas barreras de seguridad, junto con nuestros filtros geográficos y de sostenibilidad<sup>3</sup>, reducen el universo de inversión de 3,000 empresas a poco más de un centenar de candidatas. Tras un análisis cualitativo y una valoración exhaustiva, seleccionamos aquellas con mayor potencial a largo plazo. Concentramos la cartera en gran medida en tecnología, consumo y cuidado de la salud, donde creemos que encontramos los beneficios de una mayor calidad y un crecimiento más sostenible.

Es importante destacar que la inversión a largo plazo no solo implica seleccionar las empresas correctas y mantener la disciplina, sino también estar atentos a los cambios en el entorno empresarial. La calidad de una empresa puede cambiar con el tiempo, por lo que es fundamental realizar un monitoreo constante de nuestras inversiones y ajustar la cartera en consecuencia.

---

<sup>3</sup> <https://marangofund.com/>



## Visión hacia el futuro

Tras celebrar nuestro quinto aniversario, queremos expresar nuestra más sincera gratitud por la confianza y el apoyo brindado. **La paciencia es un pilar fundamental de nuestra filosofía de inversión y sabemos que, como gestores, nuestra paciencia es directamente proporcional a la de nuestros partícipes.**

Durante estos primeros cinco años, hemos superado diversos desafíos y obstáculos, demostrando nuestra capacidad para prosperar en un entorno en constante cambio. De cara al futuro, nos comprometemos a seguir aplicando nuestra estrategia de inversión centrada en la búsqueda de empresas de calidad y con un enfoque en el crecimiento a largo plazo.

Para implementar con éxito una filosofía de inversión es esencial creer firmemente en ella. **En Marango estamos convencidos de que invertir en excelentes negocios, liderados por gestores de primer nivel y con grandes oportunidades de reinversión, es el camino que debemos seguir.** Esta convicción fortalece nuestra resolución para construir un vehículo de crecimiento a largo plazo que evite la pérdida permanente de capital y maximice el poder adquisitivo de nuestros inversores.

Miramos con optimismo hacia los próximos cinco años y más allá, recordando las sabias palabras de Jean-Jacques Rousseau: "La paciencia es amarga, pero sus frutos son dulces". Esperamos seguir cosechando esos dulces frutos de la mano de nuestros partícipes.

Atentamente,



Francisco Pinillos

Managing Partner | Marango Capital EAF

[fpinillos@marangofund.com](mailto:fpinillos@marangofund.com)

## Cartera al 30 de junio de 2023

### Servicios Financieros

Mastercard Inc...3,5%  
Moody's Corp...2,5%  
MSCI Inc...2,6%  
S&P Global Inc...3,6%  
Visa Inc...5,2%

### Comunicaciones

Alphabet Inc...4,6%  
The Walt Disney Co...2,7%

### Tecnología de la Información

Accenture PLC...4,1%  
Adobe Systems Inc...3,2%  
Adyen NV...3,3%  
Apple Inc...3,9%  
ASML Holdings...3,6%  
Microsoft Corp...6,8%  
ServiceNow Inc...2,3%  
TSMC...2,1%

Uber Technologies Inc...2,7%

### Salud

Coloplast A/S...1,5%  
Novo Nordisk A/S...5,0%  
Roche Holding AG...2,7%  
Zoetis Inc...3,0%

### Consumo Básico

L'Oréal SA...4,9%  
Nestlé SA...3,0%  
PepsiCo Inc...2,0%  
The Estee Lauder Co...2,8%

### Consumo Discrecional

Airbnb Inc...2,5%  
Amazon.com Inc...3,0%  
Domino's Pizza Inc...2,4%  
Hermes International...2,0%  
Nike Inc...2,8%



MARANGO EQUITY FUND, FI  
[www.marangofund.com](http://www.marangofund.com)