

Estimados inversores:

En esta sexta carta anual del Marango Equity Fund, repasamos el rendimiento del Fondo y los ajustes realizados en nuestra cartera durante el último año. Además, aprovechamos esta oportunidad para reflexionar sobre los **dos pilares fundamentales de nuestra filosofía de inversión**.

Consideramos que estas cartas anuales no solo sirven para evaluar de manera transparente nuestro rendimiento pasado, sino también para profundizar en la estrategia que guiará nuestro éxito futuro.

DESEMPEÑO DEL FONDO

Marango obtuvo un rendimiento (neto de comisiones) del **21,6%** durante los últimos doce meses, acumulando un rendimiento del +54,4% en los últimos cinco años y del +63,3% desde el inicio (julio 2018).

	Rendimiento (%)			
	2024	12 meses	Anualizado	
			3 años	5 años
Marango Equity Fund, FI	11,9	21,6	5,7	9,1
MSCI World NR USD	10,5	18,6	5,8	11,2
MSCI World NR EUR	13,9	21,0	9,4	12,5

Fuente: Bloomberg y MSCI

Las compañías que más contribuyeron al rendimiento anual del Fondo fueron: **Novo Nordisk (+4,1%), Nvidia (+3,2%), Alphabet (+2,7%), Microsoft (+2,2%) y ASML Holding (+1,9%)**. Por el contrario, los principales detractores fueron: **Nike (-1,1%), The Estée Lauder (-0,6%), Roche (-0,4%), Nestlé (-0,4%) y Pepsico (-0,2%)**.

CAMBIOS EN LA CARTERA

Durante el último año, hemos realizado algunos ajustes tácticos en nuestra cartera para optimizar su calidad y concentrarnos en nuestras mejores ideas de inversión. En concreto, vendimos nuestras participaciones en **Adobe, Adyen, Disney, Domino's Pizza, Estée Lauder y Roche** e invertimos en **Ansys, Deckers Outdoor Corp., ELF Beauty, IDEXX Laboratories, Moncler y Nvidia**.

Al 30 de junio de 2024, las diez principales posiciones del Fondo eran **Novo Nordisk, Microsoft, Alphabet, Visa, ASML Holding, L'Oréal, Apple, Nvidia, S&P Global y MasterCard**. Cabe señalar que siete de ellas, que constituyen aproximadamente el 35% del Fondo, llevan en cartera desde el año 2018, lo que evidencia nuestra confianza en su desempeño a largo plazo. **La clave de la inversión no es cuándo, sino por cuánto tiempo.**

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

Nuestro objetivo es lograr los mejores resultados a largo plazo con el menor riesgo posible. Creemos firmemente que la mejor manera de alcanzar este objetivo es mediante la **inversión cuidadosa en empresas de alta calidad a precios atractivos**. Para implementar esta filosofía de manera efectiva, y maximizar nuestras probabilidades de éxito, nos basamos en dos pilares fundamentales:

- **Horizonte temporal a largo plazo**
- **Enfoque en las mejores ideas de inversión**

Aunque estos principios son frecuentemente predicados, rara vez se ponen en práctica debido a las limitaciones institucionales y a los sesgos inherentes a la naturaleza humana.

1. Horizonte temporal a largo plazo

Cuando se nos pregunta sobre nuestra principal ventaja competitiva como inversores, nuestra respuesta es clara: **mantenemos un horizonte de inversión significativamente más amplio que el promedio del mercado**. Este enfoque nos permite superar las fluctuaciones temporales y centrarnos en capturar el verdadero potencial de las compañías a lo largo del tiempo.

En el ámbito de la inversión, existen tres **fuentes principales de ventaja competitiva**:

- **Informacional:** Acceso a información que otros participantes del mercado no poseen. En la era digital actual, donde la información fluye rápidamente, obtener esta ventaja es cada vez más difícil, y en muchos casos, ilegal.
- **Analítica:** Capacidad de analizar la misma información que el resto, pero de manera más efectiva. Aunque competir con grandes instituciones en este aspecto es complicado, podemos aprovechar su trabajo para mejorar nuestras decisiones.
- **Conductual:** Habilidad para evitar los sesgos psicológicos que afectan a muchos inversores, como la ilusión de control, la aversión a la pérdida o la miopía temporal. **Aquí es donde encontramos nuestro nicho distintivo.**

En Marango, creemos que **el éxito sostenido en la inversión depende especialmente del control emocional y la disciplina**. A diferencia del pasado, cuando la principal ventaja de los inversores era encontrar oportunidades ocultas o descubrir información

privilegiada, la mayor ventaja actual radica en superar el ruido del corto plazo. Para ello, mantenemos una perspectiva multianual y **esperamos pacientemente a que se presenten grandes oportunidades de inversión.**

Arbitraje temporal y estrategia independiente

El flujo constante de información en los mercados modernos ha reducido la paciencia y acortado los horizontes temporales de la mayoría de los inversores, creando una **oportunidad de "arbitraje temporal"**. En un mercado miope, donde el promedio de tenencia de acciones ha caído drásticamente de 8 años en los años 60 a solo 8 meses en la actualidad¹, los inversores que adoptan una perspectiva a largo plazo pueden identificar y aprovechar oportunidades que otros, con enfoques más inmediatos, pasan por alto.

Explotar esta ventaja requiere no solo paciencia y disciplina, sino también una firme independencia de las presiones del mercado. **El riesgo reputacional y de carrera sigue siendo un sesgo significativo en nuestra industria.** Muchos gestores institucionales temen desviarse del consenso del mercado por miedo a perder sus puestos de trabajo. Esto los lleva a tomar decisiones a corto plazo, seguir el comportamiento de manada y diversificar en exceso, lo que a menudo resulta en un rendimiento mediocre. Nuestra independencia nos libera de estas presiones externas y nos brinda una ventaja competitiva distintiva.

La analogía de los porteros en los penaltis

Un estudio realizado por el economista conductual Ofer H. Azar en 2007 sobre los lanzamientos de penalti en el fútbol reveló que **los porteros detenían más penaltis (30%) si permanecían parados en el centro de la portería**, en comparación con lanzarse a la izquierda (14%) o derecha (13%). Sin embargo, solo un 6% optaba por quedarse quieto en el centro.

Este hallazgo tiene un claro paralelismo con el mundo de la inversión. Los inversores, al igual que los porteros, se dejan llevar por la emoción y el miedo en los días de caídas del mercado, deshaciendo sus posiciones con la intención de volver a invertir con las aguas más calmadas. **Estos movimientos erráticos les supone un dinero que podrían ahorrarse permaneciendo quietos.**

En un mercado volátil e incierto, a menudo **la mejor decisión es no tomar decisiones precipitadas.** Los datos muestran que los inversores individuales tienden a obtener rendimientos significativamente peores que los índices de referencia debido a sus movimientos impulsivos. Según Bank of America, si un inversor se hubiera perdido los 10 mejores días del índice S&P 500 en cada década desde 1930, su rentabilidad total sería del 28%. En cambio, manteniendo la inversión durante todos los ciclos económicos, habría obtenido una rentabilidad del 17.715%².

¹ <https://www.skyboundwealth.com/news-and-insights/timing-vs-time-in-the-market>

² <https://www.cnbc.com/2021/03/24/this-chart-shows-why-investors-should-never-try-to-time-the-stock-market.html>

En Marango, optamos por "no hacer nada" como una estrategia deliberada. **Solo actuamos con decisión cuando hay algo realmente obvio que hacer.** Mientras tanto, dejamos que nuestras compañías generen valor con el paso del tiempo.

2. Enfoque en las mejores ideas de inversión

El rendimiento superior generado por un pequeño número de acciones ha compensado históricamente el bajo o negativo rendimiento del resto³. Esto plantea un desafío para muchos gestores activos cuyas carteras no están concentradas en esas pocas acciones que generan un rendimiento superior.

La estrategia de Marango se centra en invertir en esos negocios extraordinarios que generan valor de forma consistente. Tratamos de identificar **empresas fáciles de entender, pero difíciles de replicar, que presenten rentabilidad y crecimiento con independencia del ciclo económico y sin necesidad de endeudarse.**

Oportunidad en empresas de gran capitalización

Contrariamente a la creencia popular de que las mejores oportunidades se encuentran en empresas pequeñas con un menor seguimiento y cobertura por parte del mercado, nosotros vemos un **gran potencial en las empresas de gran capitalización.**

Las grandes compañías experimentan importantes fluctuaciones en sus precios creando oportunidades de inversión atractivas. De hecho, las acciones de gran capitalización suelen registrar variaciones en sus precios en torno al 50% anual. En el último año, las diez mayores empresas del S&P 500 han experimentado una **diferencia promedio entre sus precios máximos y mínimos del 88.6%.**

Principales Posiciones S&P 500 (26/06/2024)			
Compañía	Precio Mercado		
	Min 52 Sem.	Max 52 Sem.	Dif. %
Microsoft	309,45	455,76	47,3%
Nvidia	39,23	140,76	258,8%
Apple	164,08	220,20	34,2%
Alphabet	115,83	187,45	61,8%
Meta	274,38	531,49	93,7%
Amazon	118,35	196,43	66,0%
Berkshire Hathaway	330,58	430,00	30,1%
Eli Lilly	434,34	909,42	109,4%
Broadcom	795,09	1851,62	132,9%
JP Morgan	135,19	205,88	52,3%

Fuente: Bloomberg

³ "Do Stocks Outperform Treasury Bills? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900447

Nuestra ventaja al invertir no radica en descubrir información oculta, sino en nuestra capacidad para analizar los negocios desde una perspectiva diferente y con un horizonte temporal mayor que gran parte de los inversores. **Nos enfocamos en las mejores ideas de inversión, independientemente del tamaño de la empresa.**

Un caso magnífico

Un ejemplo son las denominadas “siete Magníficas”, grupo formado por algunas de las mejores empresas jamás creadas y con una influencia indiscutible en los mercados financieros. Sus acciones dominan muchos fondos indexados pasivos (~33% del S&P 500) **y representan una parte significativa del rendimiento de los mercados.**

Contrariamente a las opiniones que sugieren que el rendimiento superior de este grupo de acciones no puede continuar, creemos que estas compañías tienen fundamentos sólidos, con **altos rendimientos sobre el capital, elevados márgenes de flujo de caja libre y un crecimiento atractivo.** Además, se encuentran bien posicionadas para liderar y beneficiarse de la adopción y el desarrollo de nuevas tecnologías.

Durante la última década, las “siete Magníficas” han incrementado los ingresos en un 24% anual en promedio, sus ganancias por acción (EPS) en un 33% y su flujo de caja libre por acción en un 41%. A pesar de este desempeño sobresaliente, **sus valoraciones se mantienen razonables en comparación con el mercado en general.** Excluyendo a Tesla, el promedio del precio sobre beneficios (P/E) ha evolucionado de 23x a 30x, comparable con el 29x del Russell 1000 Growth. (Anexo 1)

Valoración y expectativas

Teóricamente, la mejor manera de valorar un activo es mediante el descuento de sus flujos de caja futuros. Sin embargo, en la práctica, esto requiere formular numerosas hipótesis y predicciones a largo plazo. **Como dijo Yogi Berra, “en teoría no hay diferencia entre la teoría y la práctica, pero en la práctica sí la hay.”**

Además, es común que los analistas modifiquen sus análisis para alinearlos con expectativas preestablecidas. Sin embargo, una valoración efectiva debe ser lo más sencilla y menos profética posible. Como dijo Charlie Munger, **“No necesitas una báscula para saber si alguien necesita adelgazar o engordar.”**

Una táctica útil consiste en evaluar el crecimiento futuro que está descontando el precio de la acción. Esta valoración se basa en un enfoque pragmático y sencillo, analizando las expectativas implícitas en los precios de las acciones y comparándolas con nuestras propias expectativas fundamentadas. Esto nos permite identificar oportunidades de inversión atractivas y **evitar valoraciones excesivamente optimistas o pesimistas.**

En general, consideramos que actualmente las expectativas del mercado son razonables y que empresas como **Alphabet** y **Amazon** están valoradas conservadoramente (Anexo 1). La valoración de **Alphabet**, por ejemplo, descuenta una tasa de crecimiento anual

compuesta (CAGR) de ingresos del 4% durante un período de 20 años a los márgenes actuales, apenas por encima de la inflación.

En cuanto a **Tesla**, las expectativas parecen excesivamente optimistas si la consideramos únicamente como un fabricante de vehículos eléctricos. La empresa todavía cuenta con un bajo nivel de adopción del FSD ("Full Self-Driving") y sus márgenes operativos son similares a los de fabricantes tradicionales. Sin embargo, Tesla cuenta con otros segmentos con enorme potencial, ha demostrado ser una empresa altamente innovadora y ha superado expectativas en el pasado.

Calidad de las Ganancias y Capex en las Grandes Tecnológicas

Este último año hemos observado un **aumento extraordinario en los gastos de capital (Capex) por parte de los gigantes tecnológicos** destinado a infraestructuras de Inteligencia Artificial, a mejorar el posicionamiento competitivo y a dar una respuesta a la creciente demanda de servicios de IA y "Cloud". En conjunto, se prevé que solo cuatro gigantes tecnológicos representarán aproximadamente el 20% del Capex total del S&P 500 en 2024, en comparación con solo el 4% hace una década⁴.

Aunque estos desembolsos no impactan de inmediato en los resultados financieros, debido a su capitalización y amortización gradual, anticipamos: un **incremento en los gastos de depreciación** en los próximos años a medida que estas inversiones maduren, una **presión temporal sobre sus márgenes** y un **cambio en su estructura de costes**.

En definitiva, aunque el aumento del Capex representa un desafío a corto plazo para la calidad de las ganancias, también **posiciona a estas empresas para un potencial crecimiento significativo en el futuro**. La evolución de estas inversiones, y su impacto en los resultados financieros, serán factores cruciales que monitorear en los próximos años.

VISIÓN HACIA EL FUTURO

Benjamin Graham, en su influyente libro "El Inversor Inteligente", observó que **los mercados tienden a comportarse de manera maniacodepresiva**. Esta teoría se ha visto confirmada una vez más con la evolución reciente de los mercados, que han pasado de descontar una recesión severa a alcanzar máximos históricos en cuestión de meses.

Como inversores, **debemos reconocer y aceptar la inherente volatilidad e irracionalidad del mercado**. Nuestra tarea es aprovechar las oportunidades que surgen de las fluctuaciones emocionales de los precios y mantener una independencia de criterio inquebrantable. Nuestro éxito dependerá en gran medida de cómo respondamos a los inevitables momentos de estrés y volatilidad.

Creemos que nuestra ventaja competitiva frente a otros fondos no solo proviene de invertir en empresas ganadoras, sino también de la **paciencia agregada de nuestros**

⁴ <https://www.capitalgroup.com/institutional/insights/articles/tech-giants-ratchet-up-spending-in-ai-race.html>

partícipes. La paciencia es un pilar fundamental de nuestra filosofía inversora y reconocemos que, como gestores, nuestra capacidad para mantener posiciones a largo plazo es directamente proporcional a la confianza y paciencia de nuestros inversores

Para los próximos meses, mantenemos una visión optimista basada en la solidez **de las empresas en cartera.** Además, la mejora en la productividad empresarial impulsada por los avances tecnológicos, junto con una etapa potencial de crecimiento sostenido e inflación controlada, crea un escenario muy prometedor.

Invertir con éxito en el mercado de valores no es una tarea sencilla, pero es altamente probable que genere beneficios para aquellos inversores pacientes y con una visión a largo plazo. Como dice el refrán, **“más corre el galgo que el mastín; pero si el camino es largo, más corre el mastín que el galgo”.** Esta analogía ilustra perfectamente nuestra filosofía de inversión: la constancia y la paciencia a menudo superan a la velocidad y la especulación a corto plazo.

Agradecemos vuestra confianza y seguiremos trabajando con esfuerzo y dedicación para alcanzar nuestros objetivos compartidos.

Atentamente,



Francisco Pinillos
Managing Partner | Marango Capital EAFN
fpinillos@marangofund.com

Cartera al 30 de junio de 2024

Servicios Financieros

Mastercard Inc...3,4%
Moody's Corp...2,8%
MSCI Inc...2,5%
S&P Global Inc...3,5%
Visa Inc...4,9%

Consumo Discrecional

Airbnb Inc...2,9%
Amazon.com Inc...3,3%
Deckers Outdoor Corp...2,0%
Hermes International...2,9%
Moncler SpA...2,4%
Nike Inc...2,1%

Salud

Coloplast A/S...1,7%
IDEXX Laboratories Inc...2,5%

Novo Nordisk A/S...6,7%
Zoetis Inc...2,6%

Consumo Básico

elf Beauty Inc...2,7%
L'Oréal SA...4,0%
Nestlé SA...2,2%
PepsiCo Inc...2,0%

Tecnología de la Información

Accenture PLC...2,9%
ANSYS Inc...1,6%
Apple Inc...3,9%
ASML Holdings...4,2%
Microsoft Corp...6,7%
NVIDIA Corp...3,6%
ServiceNow Inc...3,2%
TSMC...2,2%
Uber Technologies Inc...3,1%

Anexo 1: Crecimiento pasado y expectativas implícitas en el precio (31/03/2024)

Empresa	7 magníficas 2013 - 2023						
	Crecimiento anualizado			Rendimiento sobre el capital		Precio sobre beneficios (P/E)	
	Ingresos	Beneficio por Acción	Flujo Libre de Caja por Acción	ROIC Inicial	ROIC Final	P/E Futuro 2013	P/E Futuro 2023
Alphabet	19%	20%	21%	18%	29%	28	22
Amazon	23%	58%	30%	5%	11%	N/A	36
Apple	8%	16%	19%	39%	62%	11	26
Meta	33%	40%	36%	19%	26%	49	24
Microsoft	11%	15%	13%	28%	33%	14	28
Nvidia	31%	52%	60%	10%	76%	14	37
Tesla Inc.	47%	N/A	131%	-6%	13%	N/A	60
Promedio	24%	33%	41%	16%	36%	23	34
<i>Promedio (Ex Tesla)</i>	<i>21%</i>	<i>33%</i>	<i>40%</i>	<i>20%</i>	<i>40%</i>	<i>23</i>	<i>30</i>
Mediana	23%	30%	36%	18%	29%	14	34
S&P 500	5%	7%	7%	8%	8%	15	22

	Expectativas Implícitas	
	Ingresos CAGR a 20 años (%)	Ingresos CAGR a 10 años (%)
Alphabet	4	6
Amazon	7	11
Apple	5	7
Meta	7	13
Microsoft	9	17
Nvidia	15	18
Tesla	20	40
Promedio	10	17
<i>Promedio (Ex Tesla)</i>	<i>8</i>	<i>13</i>
Mediana	7	13

Fuente: Bloomberg y Marango Capital EAFN



MARANGO EQUITY FUND, FI
www.marangofund.com