



CARTA ANUAL A INVERSORES

Estimados coinversores:

En esta séptima carta anual repasamos el desempeño de **Marango Equity Fund**, los principales ajustes en la cartera y nuestra visión para seguir navegando un entorno cada vez más complejo. Sabemos que este año ha puesto a prueba la **paciencia de muchos inversores**. Por eso queremos ofrecer una perspectiva clara, que reafirme nuestra convicción en una estrategia que nos ha permitido crecer juntos a lo largo del tiempo.

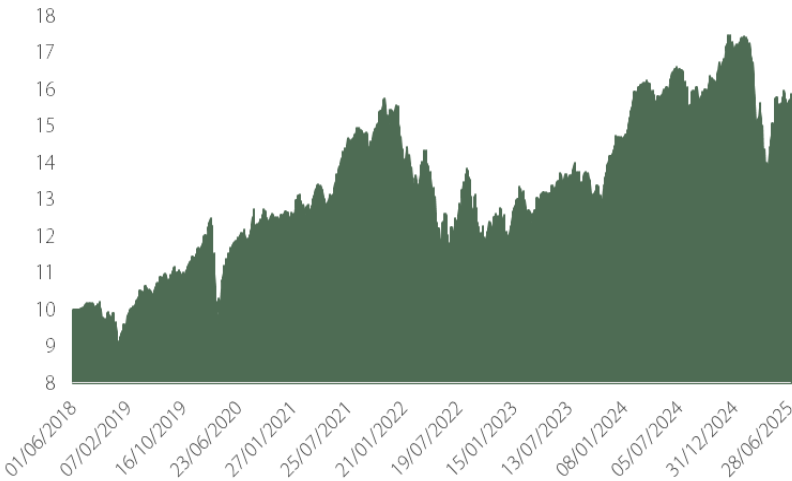
Desempeño

Al 30 de junio de 2025, **Marango Equity Fund** obtuvo un **rendimiento anual (neto de comisiones) del -4,2%**. Este resultado debe ponerse en perspectiva: el Fondo obtuvo una rentabilidad del 15,7% en 2024 y acumula **una rentabilidad anualizada del +10,0%** en los últimos tres años.

Rentabilidad Neta (%)	2023	2024	12 meses
Marango Equity Fund, FI	23,0%	15,7%	-4,2%
MSCI World NR EUR	18,4%	26,6%	6,2%

Fuente: Bloomberg y MSCI

Gráfico 1: Evolución del valor liquidativo del Fondo



Fuente: Renta 4

La corrección de **Novo Nordisk** ha sido un factor clave en nuestro resultado. La presión legal y regulatoria en EE. UU. sobre sus tratamientos para la obesidad, unida a la

incertidumbre por el relevo de su CEO, provocó una caída de más del 55% desde máximos. Aun así, seguimos confiando plenamente en su evolución a largo plazo: en los últimos tres años, su beneficio por acción (BPA) ha crecido un 23 % anual, mientras que la acción apenas ha subido un 8 % al año. **Una desconexión que vemos como oportunidad, no como riesgo.**

Otro factor exógeno que condicionó el resultado fue la **fuerte depreciación del dólar frente al euro** (-12% en los últimos seis meses). Con un 74 % de la cartera denominada en dólares, el impacto fue significativo. Aunque actualmente tenemos cubierta la mitad de la exposición con derivados, la magnitud de este ajuste —la mayor caída semestral del dólar desde 1973— lastró de manera relevante la rentabilidad expresada en euros.

En la siguiente tabla, presentamos los **mayores contribuyentes y detractores al rendimiento** en el último año:

Contribuyentes	Detractores
Visa	Novo Nordisk
Palantir	e.l.f. Beauty
TSMC	ASML Holding
Mastercard	Alphabet
Tesla	Apollo Global Management

Entorno

El mundo ha cambiado más en cinco años que en muchas décadas. Una pandemia global, una expansión monetaria sin precedentes, un rebrote inflacionario, la mayor subida de tipos en generaciones y el resurgir de los conflictos geopolíticos han transformado profundamente el escenario inversor. A ello se suma la irrupción de la inteligencia artificial, que ha acelerado cambios estructurales en sectores como el software, la salud y la productividad. El resultado: **un entorno más incierto y menos lineal.**

Los modelos de riesgo tradicionales —basados en distribuciones normales— han quedado obsoletos. Hoy no invertimos en torno a medias, sino expuestos a extremos frecuentes y de gran impacto. La volatilidad no es una anomalía: **es el precio de operar en sistemas interconectados.**

Este nuevo contexto, aunque exigente, tiene una implicación clave: la extraordinaria dispersión entre sectores y compañías hace que **la selección y el criterio sean más importantes que nunca.**

Estrategia

Nuestra filosofía parte de una premisa sencilla: **la incertidumbre no es una excepción, sino la norma**. Por eso buscamos combinar **resiliencia** —negocios con flujos de caja estables, márgenes elevados y bajo endeudamiento— con **opcionalidad** —empresas con productos escalables, mercados en expansión y capacidad de reinversión rentable—.

El objetivo es construir una cartera de compañías capaces no solo de resistir, sino de fortalecerse en entornos cambiantes. Como bien resume Nassim Taleb en *Antifrágil*, **no basta con soportar el desorden: hay que saber crecer con él**. Para lograrlo, seleccionamos negocios que combinan:

- **Crecimiento real**: impulsado por poder de fijación de precios y expansión del mercado.
- **Alta rentabilidad**: retornos elevados sobre el capital invertido gracias a ventajas competitivas duraderas.
- **Seguridad estructural**: barreras de entrada que las protegen frente a la competencia y la disrupción.

Esta estrategia guía cada una de nuestras decisiones y se refleja con claridad en la composición actual de la cartera.

Cartera

A lo largo del año realizamos ajustes para reforzar tanto la calidad como el potencial de la cartera. Salimos de compañías como **Accenture, Ansys, Chipotle, Coloplast, Deckers, e.l.f. Beauty, Moncler, Nestlé, Nike, Pepsico y Zoetis**, debido a valoraciones exigentes, menor visibilidad futura o pérdida de convicción.

Reasignamos capital hacia negocios mejor posicionados para los próximos años. En tecnología y datos, incorporamos **Adyen, Topicus, Palantir y Meta**, compañías con fuerte crecimiento y modelos adaptables en sectores transformados por la inteligencia artificial y el software especializado. En salud, reforzamos la cartera con **Eli Lilly, Intuitive Surgical y Hims & Hers**, bien posicionadas en segmentos de fuerte crecimiento como la obesidad, la cirugía robótica o la salud digital. También añadimos **Tesla, Schneider Electric y Palo Alto Networks**, referentes en movilidad eléctrica, eficiencia energética y ciberseguridad,

tres ejes clave de la transición hacia un modelo más sostenible. Por último, incorporamos **Apollo y Brookfield**, líderes globales en mercados privados e infraestructuras.

Al 30 de junio, las diez principales posiciones del Fondo eran: **Microsoft (8,0%), Amazon (5,8%), Meta (5,8%), ASML (5,0%), Alphabet (4,9%), TSMC (4,6%), Novo Nordisk (4,6%), Visa (4,3%), S&P Global (4,2%) y Brookfield (4,0%)**. Cinco de ellas —que representan aproximadamente el 25% del Fondo— nos acompañan desde el inicio, reflejo de nuestra convicción a largo plazo. **La clave de la inversión no es cuándo se entra, sino cuánto tiempo se permanece.**

Todas comparten liderazgo, crecimiento rentable y capacidad de adaptación en entornos cambiantes. Aunque algunas—como Alphabet y ASML— han corregido puntualmente, mantenemos plena confianza en su potencial.

Alphabet presentó resultados sólidos, pero fue penalizada por los temores sobre la disrupción en su negocio de búsqueda. En nuestra opinión, su creciente integración de IA, junto a una sólida hoja de ruta de productos, respaldará su crecimiento en los próximos años. La compañía sigue creciendo a doble dígito, con márgenes cercanos al 30% y un balance excepcional.

ASML, por su parte, se vio afectada por la sobrecapacidad acumulada en el sector de semiconductores y un menor ritmo de pedidos en litografía EUV —la tecnología más avanzada para fabricar chips de última generación—. Aun así, su posición única en la cadena de suministro y su papel esencial en la próxima ola de innovación tecnológica refuerzan nuestra convicción a largo plazo.

Disciplina

Como dijo Daniel Kahneman, **tendemos a sobrestimar nuestra capacidad de predicción**. Por ello, priorizamos la claridad y la gestión emocional, inspirados en aquellos que entrenan (como los Navy SEALs) para convertir el estrés en una ventaja. Gestionar activos exige más que información: exige criterio, humildad y constancia.

La disciplina es lo que convierte la resiliencia y la opcionalidad en resultados. Es el vínculo entre una filosofía robusta y una ejecución coherente, especialmente cuando el entorno se vuelve adverso.

Invertimos con **mentalidad empresarial**: compramos negocios, no acciones. Buscamos compañías con equipos directivos sólidos, cultura innovadora y capacidad para reinvertir beneficios con altos retornos. Y **pensamos en décadas, no en trimestres**.

Nuestra ambición es construir una cartera concentrada en 25 -30 ideas de alta convicción. Esta filosofía exige paciencia, pero ha demostrado su eficacia a lo largo del tiempo.

Epílogo

En un entorno financiero cada vez más exigente y saturado de ruido, nuestro compromiso sigue intacto: **proteger y hacer crecer nuestro patrimonio.**

Hoy el Fondo está mejor preparado que hace un año. Contamos con balances sólidos, alta rentabilidad y **expectativas de crecimiento sostenido del 10-15% anual** en los próximos años. Aunque la incertidumbre persiste, creemos que una estrategia basada en crecimiento de calidad aporta solidez frente al mercado.

La confianza no se impone: se construye con el tiempo y se pone a prueba en los momentos difíciles. Como muestra tangible de ese compromiso, **todo nuestro patrimonio líquido está invertido en el Fondo.** No gestionamos capital ajeno: gestionamos también el nuestro.

Seguimos avanzando con determinación. **Lo mejor está, aún, por construirse.**

Atentamente,



Francisco Pinillos

Managing Partner | Marango Capital EAF

fpinillos@marangofund.com

Cartera al 30 de junio de 2025

Sector	Compañía	Peso (%)
Comunicaciones		10,7
	Alphabet Inc	4,9
	Meta Platforms Inc	5,8
Consumo Básico		3,8
	L'Oréal SA	3,8
Consumo Discrecional		12,3
	Airbnb Inc	1,0
	Amazon.com Inc	5,8
	Hermès International	2,8
	Tesla Inc	2,7
Industrial		1,4
	Schneider Electric SE	1,4
Salud		11,1
	Eli Lilly & Co	2,1
	Hims & Hers Health Inc	1,0
	IDEXX Laboratories Inc	2,0
	Intuitive Surgical Inc	1,4
	Novo Nordisk A/S	4,6
Servicios Financieros		22,0
	Apollo Global Management Inc	1,4
	Brookfield Corp	4,0
	MSCI Inc	1,8
	Mastercard Inc	3,2
	Moody's Corp	3,1
	S&P Global Inc	4,2
	Visa Inc	4,3
Tecnología de la Información		33,1
	ASML Holdings NV	5,0
	Adyen NV	1,3
	Apple Inc	2,8
	Microsoft Corp	8,0
	NVIDIA Corp	3,7
	Palantir Technologies Inc	1,3
	Palo Alto Networks Inc	2,1
	ServiceNow Inc	1,7
	TSMC	4,6
	Topicus.com Inc	1,2
	Uber Technologies Inc	1,4
Liquidez		5,6

Crecimiento, Calidad y Paciencia



MARANGO
EQUITY FUND

www.marangofund.com