

Panamá, 6 de febrero de 2023



Estimado Accionista:

Reciba un cordial saludo y mis mejores deseos en este nuevo año. Agradezco su apoyo y la confianza depositada en **Encina Fund**. Es un gran honor y responsabilidad administrar parte de sus ahorros.

En esta carta, intentaré repasar los resultados del Fondo, los mercados y la estrategia de inversión. Esto con la idea de aportar transparencia, y que, en el tiempo, ustedes se sientan cada vez más cómodos con su inversión.

.....

El valor neto por acción de **Encina Fund** cerró el 2022 en \$89.28, comparado con \$100.00 al 1 de marzo, lo que representa un retorno de -10.72% en el periodo.

El 2022 fue un año difícil en los mercados y para los inversionistas del Fondo. En promedio, las acciones caen 1 de cada 4 años y a **Encina** le toco “arrancar” en uno de estos. Al iniciar, indicamos que nuestra estrategia principal es adquirir posiciones en compañías de calidad y mantenernos invertidos en estas, beneficiándonos del valor que generan estas inversiones en el tiempo. En el camino habría volatilidad y tendríamos que superarla para obtener los retornos superiores que ofrecen las acciones. No hemos tenido que esperar para vivirlo.

Años negativos como este, son parte de la experiencia de invertir en acciones y no se pueden evitar. Lo bueno es que, en un plazo mediano a largo, los precios tienden a seguir el valor que generan las empresas. Es decir, los retornos se vuelven más consistentes y deben ser similares a los resultados reales de nuestras compañías.

Entiendo que a nadie le gusta ver estas caídas de precio y el impacto en nuestros patrimonios, pero, aunque no lo parezca, el ambiente actual es *favorable* para nuestra estrategia de inversión. Aprovechando caídas importantes en los precios, hemos

logrado invertir la totalidad de los fondos en negocios de altísima calidad a precios razonables. Aparte, nuestras empresas son grandes “recompradoras”, por lo que nos beneficiamos al éstas adquirir sus acciones a mejores precios y así nuestra participación en las mismas aumenta sin “mover un dedo”.

Otra razón de optimismo, y que en lo personal me alegró, es que el grupo de accionistas se mantuvo generalmente invertido y hubo mínimas redenciones que totalizaron tan sólo \$23,000. Lograr superar pruebas como la del último año no es fácil, pero es clave para obtener buenos resultados en las inversiones, y, como grupo, en general, hasta ahora lo hemos alcanzado.

Mercados en el 2022

El año arrancó con el S&P 500, índice que reúne las principales empresas de EE. UU., cotizando a 21x utilidades. Si bien el promedio histórico es de 16x, las acciones lucían relativamente *atractivas* tomando en cuenta que los bonos ofrecían rendimientos “pobres”. Por ejemplo, el Tesoro de EE. UU. a 1 año pagaba menos de 1% y los llamados bonos “basura” o de alto rendimiento menos de 5%. Estas tasas bajas fueron parte de la política expansiva del Fed, que había llevado las tasas a 0 para apoyar la economía una vez se sintieron los efectos de la Pandemia. En este ambiente de tasas deprimidas y pocas alternativas en renta fija, las acciones ofrecían retornos razonables a largo plazo y los bonos poco o nada.

Producto de la inflación persistente que se sentía en casi todo el mundo, en la primera mitad del año los bancos centrales se vieron forzados a subir tasas con el objetivo de controlar el alza en los precios. En el caso de EE. UU., el Fed ha llevado las tasas a cerca del 5%.

Estas medidas ya han logrado gran parte de su cometido, de “enfriar” la economía y así reducir la presión en los precios. La inflación en EE. UU. ha pasado de 9% a niveles por debajo de 7%, y estas cifras tienen algo de retraso, por lo que es posible los números reales sean mejores. Por ejemplo, desde su pico, el precio de la residencia media en EE. UU. ha caído más de 10%. El barril de petróleo ha caído más de 35% y ya está a niveles previo a la invasión de Rusia. Estos son unos ejemplos, pero se ve en casi todas partes, incluyendo fletes, carros usados, alquileres, etc.

Sobre el mercado, los precios ya han descontado mucho de lo “malo”. Las dos principales categorías de inversión, renta fija y acciones, tuvieron ambas caídas importantes. Índices de ambas categorías, como el S&P 500 y el Investment Grade Corporate Bond Index, bajaron cerca de 20% en el año. La explicación más razonable es que, una vez subieron las tasas, los inversionistas empezaron a exigir mejores retornos para *todas* sus inversiones, ya que sin mayor esfuerzo ahora se puede ganar aproximadamente 5% en bonos líquidos, de alta calidad y a corto plazo.

Estas nuevas tasas son un alivio para el ahorrista que invierte en activos de renta fija ya sea bonos, plazo fijo bancario, acciones preferidas y demás. Es un ambiente significativamente más favorable para el que tiene ahorros que invertir. El dinero ya rinde algo, después de años con tasas cerca de 0.

Una pregunta que quizás algunos se hacen es si, en este ambiente, todavía hace sentido colocar una porción importante del patrimonio en acciones. Mi opinión es un rotundo sí. La razón principal es que, si bien uno puede conseguir retornos satisfactorios en bonos de corto plazo y alta calidad, hay un riesgo de reinversión. Por ejemplo, si uno compra un bono que vence en enero 2024 rindiendo 5%, una vez el mismo vence y nos devuelven el capital, es posible que las tasas de mercado sean inferiores a la actual. En ese momento, tendríamos nuevamente el dilema de invertir a tasas inferiores o sacrificar calidad en busca de mayores flujos.

Esto no es una predicción de que las tasas van a bajar y tampoco una crítica a este tipo de activos. Este componente de efectivo e inversiones a corto plazo tiene su lugar en cualquier patrimonio y es una buena noticia que ahora ese “colchón” de liquidez también es productivo. La idea de presentar el tema de reinversión es sólo señalar el riesgo de volcarse y abandonar las acciones para concentrar gran parte del patrimonio en esta categoría.

Las acciones, por otro lado, son un activo de mayor duración. Si encontramos ideas a valoraciones atractivas, es posible “amarrar” retornos satisfactorios por periodos prolongados. Aparte, desde valoraciones actuales, considero deben ofrecer retornos superiores a alternativas en renta fija. Finalmente, mientras los bonos tienen cupones fijos, las acciones brindan algo de refugio contra la devaluación de las monedas, al ser activos productivos con la capacidad de subir precios con la inflación. Esta categoría mantiene cualidades atractivas y debe tener su lugar como pieza fundamental de generación y preservación de riqueza en cualquier patrimonio.

Expectativas a Futuro

Lo *positivo* de este episodio, es que la caída en los precios en todo tipo de activos nos deja en un ambiente con amplias alternativas de inversión y expectativas favorables de retornos. Los inversionistas que pretenden ir acumulando activos en el tiempo se verán beneficiados de estos mejores precios.

Las acciones ya reflejan preocupaciones de los inversionistas como son la inflación y la posible recesión, que tanto se comenta. Es por esto, que no se gana nada vendiendo ahora para comprar después o esperar a que se aclare el panorama; las acciones ya se han adelantado y descontado esto. Por el contrario, me atrevo a decir que el mejor ambiente para invertir es cuando sobra el miedo y los precios reflejan este pesimismo.

Estos temas macroeconómicos son populares en conversaciones cotidianas, pero la realidad es que agregan poco valor en el manejo patrimonial. Los mismos son relevantes, pero casi imposibles de predecir y mucho menos probable es “pegar” las consecuencias de forma consistente año tras año.

La realidad es que las recesiones son parte normal del ciclo económico y bastante frecuentes, ocurriendo en promedio cada 5 años. Cada una es diferente, pero la mayoría de estas son bastante cortas y manejables. Nuestras empresas tendrán que navegar en diferentes ambientes económicos como lo han venido haciendo por años. Esta es una de las razones por la que evitamos compañías sin negocios probados, altamente apalancadas o poco rentables.

Para cerrar este tema, un punto importante es que el impacto que tienen estos episodios sobre el valor real de nuestras compañías debe ser mínimo. Esto ya que el valor de un activo es el valor presente de los flujos generados a perpetuidad; si un año es un poco menos bueno que el promedio, no debe haber mayor consecuencia.

Pasando a un tema más útil en nuestro análisis, se sabe que la variable más relevante para predecir retornos a futuro es el precio de entrada o la valoración. Actualmente, el mercado cotiza levemente por encima de 16x utilidades, lo cual se aproxima al promedio histórico, desde donde las acciones comunes han ofrecido retornos de aproximadamente 9% anual.

Asumiendo una valoración constante, el retorno está compuesto de dos variables: las distribuciones a los accionistas y el crecimiento de las utilidades. A precios actuales, las empresas dentro del portafolio de **Encina** nos están pagando 4% al año en forma de distribuciones, ya sea dividendos o recompras. Como las empresas reinvierten en sus operaciones y tienden a crecer en el tiempo, hay que sumarle el posible crecimiento en las utilidades. Una base puede ser el crecimiento nominal de la economía o 4%. La suma de estas dos variables, distribuciones a accionistas y crecimiento de utilidades, nos lleva al posible retorno de 8% a futuro.

Estamos invertidos en negocios reales, donde los flujos no son contratados y el valor de nuestras acciones dependerá del desempeño de nuestras compañías. El ejercicio anterior puede servir de referencia a que esperar basado en valoraciones actuales y data histórica. Utilizando los métodos anteriores, puede ser razonable esperar retornos anuales por el orden de 8% desde este punto.

Ejemplos del Portafolio

Si bien este es el primer año del Fondo, algunos de los nombres son familiares y han estado en portafolios personales y de clientes. Uno de estos es Berkshire Hathaway, por lo que lo utilizaré para tocar puntos sobre retornos y volatilidad.

En los últimos 20 años, el valor libro por acción de Berkshire (BRK-B) ha pasado de \$28 a \$207, lo que representa una tasa de crecimiento anual de 11%. Esto se explica por la generación de utilidades de las empresas que son parte del grupo y la reinversión de estas en activos productivos. El precio por acción en este mismo periodo pasó de \$45 a \$300, o un crecimiento anual de 10%. Este es un claro ejemplo de que, a largo plazo, si uno entra a valoraciones razonables, la experiencia para el inversionista debe ser muy similar a lo que genera el negocio durante el periodo.

En estos mismos 20 años, Berkshire, como empresa, obtuvo resultados consistentes y el negocio año tras año produjo valor. La misma es inclusive considerada una de las empresas más sólidas del mundo, con negocios diversificados, amplio balance de liquidez y un manejo prudente. Aun así, los precios de mercado se mantuvieron volátiles con 5 caídas de 20% o más. En la mayoría de los casos, estas fluctuaciones temporales no tenían nada que ver con la empresa. Esta volatilidad puede ser considerada “el precio a pagar” por los resultados superiores que ofrece la categoría. En el caso que vimos, el que se mantuvo invertido a través de estas fluctuaciones, convirtió \$1 en \$7. El efecto del interés compuesto o “bola de nieve” se vuelve potente con el pasar de los años.

Otro punto que quisiera tocar es el del tipo de negocios que buscamos. Usualmente hablo del término “negocios de calidad”, pero esto es algo abstracto. Algunas características que tienen en común es un historial probado de rentabilidad, durabilidad y alguna ventaja competitiva que los hace “especial” ya sea una marca, ser el operador de bajo costo, alguna patente, etc.

Para brindar algo de forma, me gustaría repasar un ejemplo de **Encina** que cumple con estas características.

Moody's es una de las grandes calificadoras de riesgo. Básicamente, cualquier emisor que busca vender bonos en los mercados de capital, contrata a la empresa para conseguir su calificación de riesgo. Si el emisor opta por salir sin esta calificación, la demanda por su papel se verá afectada, ya que los inversionistas hasta cierto punto la exigen. El sello de Moody's le brinda al cliente un ahorro importante en forma de tasas de interés más bajas en sus bonos, y esto le permite a la compañía cobrar bien por sus servicios. Finalmente, no es un negocio que requiere de grandes inversiones en planta o equipo para crecer, por lo que la mayoría de las utilidades son distribuidas a los accionistas.

Moody's tiene muchas de las características que buscamos en nuestros negocios. Ofrece un servicio que agrega valor y es esencial para sus clientes. Se ha ganado la confianza de los emisores, reguladores y participantes del mercado con una trayectoria de muchos años. Mantiene un historial probado de rentabilidad a través de diferentes ambientes económicos. Estas son sólo algunas de las cualidades que buscamos en nuestras empresas.

Ahora bien, no importa lo bueno que un negocio sea, si pagamos mucho por el mismo, los retornos pueden ser mediocres. En el caso de Moody's, entramos una vez la acción había caído, producto de la volatilidad de la que ya hablamos, a una valoración que puede ser considerada razonable y desde donde los retornos deben ser satisfactorios.

Encina está poblado de negocios con estas características, que los hacen algunos de los mejores del mundo. También tenemos una "lista de espera" de negocios con características similares, esperando el momento correcto donde los precios lleguen a niveles aceptables.

Este método de acumular buenos negocios es bastante sencillo, y es de la misma forma como se han creado y preservado muchas de las grandes fortunas. Ahora bien, no es fácil, ya que, como hemos vivido, requiere mantener la calma ante la volatilidad y la infinidad de noticias a diario.

.....

Agradezco la confianza depositada en nosotros al invertir parte de sus ahorros en **Encina Fund**. Confió plenamente en el Fondo y la estrategia de inversión, por lo que mantengo la mayoría de mis ahorros invertidos a la par de ustedes.

Como anexo, incluyo el documento "Guía del Inversionista". El mismo fue creado antes de iniciar el Fondo, con la idea de brindar un resumen de nuestra estrategia y lo que pueden esperar como inversionistas.

A sus órdenes,



Fernando A. Lewis

Administrador de Encina Fund

flewis@encinafund.com



ENCINA FUND

Panamá, 10 de febrero de 2022

Estimado Accionista:

Encina Fund es un vehículo a través el cual los inversionistas acumulan participaciones en negocios de alta calidad. De esta manera, pretendemos lograr los dos principales objetivos del Fondo: proteger y crecer el patrimonio.

El enfoque en acciones comunes se basa en que históricamente esta categoría ha sido el activo productivo por excelencia. En el siglo XX, éstas ofrecieron un retorno anual de 10%, dejando atrás alternativas como la renta fija, bienes raíces, materias primas y demás. Pensamos que, a futuro, las acciones deben seguir brindando retornos satisfactorios y superiores a otras categorías de inversión.

Bajo esta idea, **Encina** pretende volverse accionista minoritario de algunos de los mejores negocios del mundo. Los grandes negocios normalmente cuentan con ventajas competitivas que les permiten generar una rentabilidad elevada en el tiempo. También, queremos asociarnos con ejecutivos de alta integridad y capacidad, ya que dependemos de la buena gestión de nuestras inversiones. Como accionistas minoritarios y pasivos, nuestro impacto sobre las operaciones será “nulo”. Finalmente, deseamos adquirir acciones de estas empresas sólo cuando coticen a precios razonables.

Encontrar negocios que cuenten con todas estas cualidades no es fácil, por lo que invertiremos de forma concentrada, en nuestras mejores ideas. También, lo hacemos con la idea de mantenernos como accionistas por años y beneficiarnos del valor que generan las compañías en el tiempo.

El enfoque en el largo plazo es parte clave de nuestra estrategia. A corto plazo, los movimientos en precios son impredecibles, y determinados por las emociones de los participantes en el mercado. A largo plazo, los precios tienden a seguir los resultados de las compañías y los resultados se vuelven más predecibles y consistentes.

Por esta razón, será necesario tener paciencia para obtener buenos resultados. En el camino habrá periodos de volatilidad, y tendremos que atravesarlos para cumplir

nuestros objetivos. Algo importante es que esta volatilidad no la vemos como riesgo. Nuestra definición de riesgo es la probabilidad de una pérdida permanente de capital. Bajo esta definición, consideramos de bajo riesgo la inversión en un número de empresas de calidad y con un horizonte de unos años.

Finalmente, esperamos que **Encina** sea una solución patrimonial que no requiera de mayor tiempo del accionista. Intentaremos transmitir nuestra estrategia y pensamientos del tema con cartas, eventos y contenido. Con el tiempo, valoraríamos que los inversionistas acumulen convicción en estas ideas y en el Fondo.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'F. A. Lewis', with a stylized flourish at the end.

Fernando A. Lewis