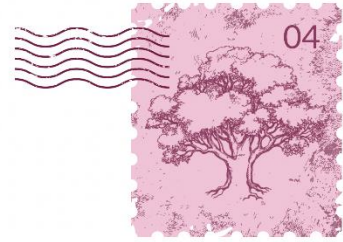


Panamá, 23 de enero de 2026



Estimado Accionista:

El año 2025 fue bueno para **Encina Fund**. El valor neto por acción cerró en **\$165.82**, lo que representa un retorno de **16.3%** para el año.

Desde nuestro inicio, en marzo 2022, el retorno total ha sido de **65.8%**, lo que equivale a **14.1%** anualizado.

Resumen del Año

El desempeño del Fondo para el 2025 fue bastante mejor de lo esperado. A inicios de año, mi expectativa era de retornos moderados, tomando en cuenta que el mercado no estaba barato. Además, Encina había tomado una postura conservadora, dejando temporalmente la mitad del portafolio en bonos del Tesoro, ya que habíamos liquidado algunas posiciones que se habían apreciado y no encontrábamos negocios donde reinvertir estos fondos.

Para mi sorpresa, los retornos del Fondo y del mercado en general fueron altos. Como una marea creciente que alza todos los botes, Encina se benefició de mercados donde casi todo subió. Es decir, la bonanza no se limitó al Fondo y alcanzó a casi todos los que estaban invertidos en acciones comunes. Lo que pagó dividendos este año fue permanecer invertido en empresas. Esta decisión, de por sí, tiene su mérito, ya que hay un sinnúmero de alternativas, y explica los resultados del Fondo a la fecha.

Las acciones no subieron porque estuvieran baratas; de hecho, el mercado en general arrancó el año a niveles altos y subió aún más, encareciéndose desde niveles ya elevados. Actualmente, el S&P 500, índice que reúne a las grandes empresas de EE. UU., cotiza a 25x utilidades, por encima del promedio histórico de 16x; en otras palabras, el mercado está algo "caro".

De momento, esto no es preocupante para el Fondo, ya que nosotros solo necesitamos ser dueños de un pequeño número de empresas y podemos ignorar los sectores "caros" o populares del mercado. Encina también es manejado activamente, por lo que se venden posiciones a medida que se ponen "caras" y dejan de ser atractivas. A modo de ejemplo, este año vendimos una posición en Lloyd's Bank, el

banco dominante del Reino Unido, ya que se apreció un 70% en menos de 10 meses, pasando de estar barato, a 7x utilidades, a niveles menos atractivos. Este tipo de situaciones ocurre con frecuencia: entramos en un negocio con la idea de permanecer invertidos por años, pero el precio se mueve tanto que es difícil justificar la posición; en esos casos, vendemos y seguimos adelante.

La realidad es que los precios de mercado fluctúan enormemente, y lo mejor es ignorar estos movimientos del día a día; sin embargo, esta volatilidad también ha sido una fuente de oportunidades para el Fondo. Por ejemplo, en abril hubo un episodio en el que el mercado cayó casi un 20% por la guerra arancelaria. En tan solo unos días pudimos invertir una parte importante de la liquidez, incrementando la posición en grandes negocios que estaban temporalmente a descuento. Pudimos aumentar nuestra posición en un gran negocio como Amazon cuando, en tan solo unas semanas, el precio se desplomó un 30%.

Esto ocurre con frecuencia y es uno de los atractivos de las inversiones líquidas y del mercado. Algo que sería imposible imaginar en una transacción privada, donde se negocia la compra de un negocio o un terreno con una familia. ¿Quién rebajaría el precio de un buen activo en un tercio sin ninguna explicación de fondo? No obstante, esto ocurre con frecuencia en los mercados donde opera Encina, y seguiremos intentando beneficiarnos de esta realidad.

Por otra parte, el Fondo aprovechó la gran divergencia entre sectores del mercado. Este año, los inversionistas se volcaron hacia las acciones de Inteligencia Artificial, así de momento, ignorando negocios buenos, pero quizás poco llamativos.

A futuro, Encina seguirá siendo ágil y flexible, buscando buenas inversiones donde sea que estén; creo que este es uno de los grandes atributos del Fondo. También evitaremos inversiones especulativas, dándole gran importancia a la seguridad y preservación de nuestros ahorros.

Otro punto importante, antes de pasar al siguiente tema, es que no debemos darles mayor importancia a los resultados de un solo año. Si bien este fue un buen año, vendrán otros más retadores, pero la experiencia debe ser positiva con el pasar del tiempo.

Portafolio Actual y Perspectivas

Iniciando el 2026, cerca del 80 % del portafolio está invertido en acciones comunes y el resto en bonos del Tesoro de EE. UU.; una posición que brinda tranquilidad, ya que mi inversión preferida sigue siendo la propiedad de negocios. En el transcurso del año, logramos incrementar el componente de acciones a medida que se fueron presentando oportunidades. Ser dueño minoritario de buenos negocios es una

inversión casi imbatible cuando se logra entrar a buenos precios, y nuestros esfuerzos van en esa dirección: comprar y permanecer invertidos por años en estas empresas.

Encina está poblado de negocios que trabajan de forma constante para el bienestar de nuestro patrimonio. La bolsa nos permite convertirnos en accionistas minoritarios de algunos de los mejores negocios del mundo y asociarnos con grandes empresarios; eso es precisamente lo que hemos hecho. Actualmente somos dueños de: Zara, empresa que domina el sector retail y “fast fashion”; Visa, empresa que mantiene casi un monopolio en tarjetas de crédito, cobrando un pequeño porcentaje cada vez que hacemos un pago; Richemont, dueña de Cartier y Van Cleef & Arpels, empresas líderes en el sector de joyería y lujo, y muchos otros negocios de talla mundial.

El impacto que un grupo de estos negocios puede tener sobre un patrimonio a lo largo del tiempo es enorme. En los últimos 20 años, Copa, otra empresa del portafolio, ha aumentado sus utilidades 10x y los dividendos por acción 34x. Durante este período, el negocio no ha tenido cambios radicales; simplemente ha mantenido la misma estrategia por años. Eso es tan solo una muestra de lo que hace un buen negocio en el tiempo. Historias similares se observan a lo largo del portafolio, y esperamos que continúen en el futuro.

La realidad es que hemos logrado asociarnos con un grupo de negocios de la más alta calidad, que genera valor día y noche para nuestro beneficio. Es como tener un motor que crea riqueza constantemente, la cual se va acumulando con el pasar del tiempo. Es difícil encontrar una mejor inversión.

Otro beneficio que ofrecen las acciones —y una de las razones por las cuales me siento más tranquilo con una gran ponderación en esta categoría— es que brindan una especie de protección contra la inflación. La pérdida del poder adquisitivo del papel moneda es una realidad; una especie de riesgo silencioso que puede comerse un patrimonio como un comején. Se estima que, en los últimos 25 años, el dólar ha perdido más de la mitad de su poder adquisitivo.

El efecto de la inflación se siente por todos lados. En un paseo hace unos meses, fui a Chipotle, uno de los locales que frecuentaba durante mis años universitarios, y me llamó la atención que el burrito que costaba \$8 ahora estaba en \$15. Esto es tan solo una experiencia anecdótica, pero la realidad es que en las conversaciones siempre surge el tema de cómo todo ha subido de precio y de cómo antes todo era más accesible. La inflación es una “peste”, pero está aquí para quedarse; los gobiernos no dejan de gastar, manejan enormes déficits y los incentivos no están para que se aprieten el cinturón.

Volviendo al ejemplo de Chipotle, quienes no han tenido problemas con la inflación ni con que la empresa haya aumentado el precio de los burritos y quesadillas han sido los accionistas. Durante estos 15 años, las utilidades se multiplicaron por 7x, pasando

de \$200 millones a \$1,500 millones; a los accionistas les fue igual de bien. La empresa no solo pudo subir sus precios, sino que también expandió el número de locales, incluyó nuevos platos y demás. El punto es que los negocios tienen la capacidad de subir precios con la inflación, o incluso por encima de ella si cuentan con un producto especial, para gran beneficio de sus dueños.

Berkshire, Buffett y demás

Después de 60 años al mando de Berkshire Hathaway, Buffett ha pasado la batuta. Durante este período, el precio por acción pasó de \$19 a \$750,000; el accionista multiplicó su dólar por 40,000x. Además de la inigualable generación de riqueza, Buffett ha sido un ejemplo de buenos valores como la honestidad, el respeto al accionista minoritario y la transparencia, entre otros. Casi la totalidad de su fortuna está destinada a fundaciones benéficas, por lo que su trabajo durante estos años beneficiará a la sociedad. Warren es una figura irremplazable e irrepetible.

Sobre Berkshire, diría que sigue siendo una inversión atractiva; incluso creo que es la única empresa del mundo en la que me sentiría cómodo colocando la totalidad de mis ahorros. Para empezar, la empresa es dueña en su totalidad de más de 80 negocios y, además, es accionista en varios otros como Apple, Coca-Cola y American Express; una diversificación inigualable que brinda solidez. A esto se suma una cultura conservadora que se traduce en poca deuda, amplios niveles de liquidez y un manejo prudente. También existe un enorme respeto por el pequeño accionista, lo cual es algo raro de encontrar en el mundo financiero, donde muchas veces los ejecutivos están para lucrar sin considerar el bienestar del resto. A modo de ejemplo, Berkshire no otorga acciones a sus ejecutivos; si desean tenerlas, deben comprarlas metiéndose la mano en su propio bolsillo.

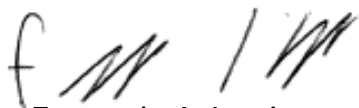
Si bien cualquier sucesión es delicada, esta se viene organizando desde hace años y se está realizando en vida. Buffett ya tiene 95 años, por lo que su reemplazo ha sido un tema recurrente desde que recuerdo. Greg Abel ha sido parte de la empresa por más de dos décadas y ha trabajado de cerca con Buffett, absorbiendo sus conocimientos durante años. Otro punto a favor es que Berkshire es una empresa tenedora de negocios que ya cuentan con sus propios equipos gerenciales; es decir, se manejan de forma independiente y seguirán su camino tal como lo venían haciendo. Estos son como motores que generan valor por su cuenta y envían los dividendos a Omaha. Abel sí tendrá el reto de reinvertir los flujos que producen estas subsidiarias, pero, según Buffett, ha demostrado gran capacidad en la materia; por algo lo están nombrando gerente. A futuro, la empresa también podría adoptar una postura más tradicional con sus excedentes de capital y comenzar a devolverlos vía recompras, lo cual reduciría la presión sobre la nueva gerencia.

Actualmente, Berkshire es la posición más importante del Fondo. Es difícil encontrar otra inversión con este nivel de productividad, donde las probabilidades de pérdida sean tan bajas. Habrá inversiones que en el futuro tengan un mejor desempeño, pero es difícil encontrar una más segura. La combinación de un número diverso de negocios de alta calidad, un manejo conservador, transparencia y una sólida cultura empresarial hacen de Berkshire una empresa única en todo sentido.

.....

El Fondo ya cuenta con 154 accionistas y más de \$39 millones en activos. Agradezco su confianza al mantener parte de sus ahorros en **Encina Fund**. Confío plenamente en el Fondo y en la estrategia de inversión, por lo que mantengo la mayoría de mis ahorros invertidos a la par de ustedes. Estoy siempre a su disposición para cualquier consulta o comentario.

Atentamente,

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

Fernando A. Lewis