

Panamá, 31 de enero de 2024



Estimado Accionista:

El año 2023 fue bastante positivo para **Encina Fund**. El valor neto por acción cerró en \$114.42, lo que representa un retorno de 28.16% para el año.

A inicios del 2023 abundaba el pesimismo entre los inversionistas. Las acciones habían caído por varias razones, incluyendo la subida en tasas, miedos sobre una posible recesión, inflación y demás. Moviéndonos contra el rebaño, el Fondo aprovechó el bajón y logró acumular posiciones en negocios de alta calidad a precios razonables.

A medida que estos miedos se fueron disipando y las empresas mostraron resultados consistentes, los precios rebotaron. Estos episodios donde las acciones caen y se ponen "baratas", típicamente son seguidos por una recuperación. Es como un rebote desde precios bajos a niveles más normalizados. A nivel superficial, y sin entrar en detalle, esta es la mejor explicación a la subida del 2023.

Una enseñanza que nos deja este episodio es el valor en pensar de forma independiente. En este caso, fuimos recompensados al mantenernos invertidos en acciones e ignorar predicciones sensacionalistas que se escuchaban a inicios del 2023. Por otra parte, nuevamente queda probado que los pronósticos a corto plazo agregan "cero" valor.

Los que han mantenido la calma y confianza en estas inversiones a largo plazo, se han beneficiado de ganancias importantes. En el caso de **Encina**, ha sido una alegría ver como los accionistas, por lo general, se han mantenido invertidos, habiendo pocas redenciones a través de este periodo.

Con tanta información disponible, es fácil enredarse y perder el "norte". Abundan las opiniones, por lo que hay que estar anuentes a los riesgos de entretener "consejos". Es común ver comentaristas prediciendo debacles, nuevos paradigmas y demás. Estos, por lo general, sólo buscan generar atención y entretenimiento, pero no tienen el interés del inversionista como prioridad.

Lo anterior es relevante ya que, en el futuro, vendrán periodos difíciles en la bolsa como los que vivimos al inicio del Fondo. Para incrementar las probabilidades de

éxito, es importante que nos mantengamos firmes a través de estos episodios y, si tienen algo de liquidez, incluso considerar incrementar su participación.

Para cerrar esta sección, les comparto algo de números sobre volatilidad y retornos. En los últimos 30 años, el mercado ha tenido 7 caídas de 20% o más, aun así, durante este periodo, el retorno ha sido de 10% anual. Para el que se mantuvo invertido, una inversión de \$1 millón se convirtió en \$17 millones.

Subidas y Bajadas

Algo interesante sobre el Fondo es que, en tan sólo 2 años, ya hemos vivido fluctuaciones importantes en los precios. **Encina**, a la fecha, tiene un retorno anualizado de 7%, pero la trayectoria no ha sido lineal. Esto es algo que he tratado de comunicar siempre: los retornos deben ser atractivos a largo plazo, pero en el camino, los precios fluctuarán; la principal razón siendo que nuestras inversiones son *líquidas*, y los precios de mercado se mueven con las emociones de los inversionistas.

Lo que también es cierto es que los resultados de nuestras empresas son *consistentemente buenos*. Incluso, en estos años que los precios fluctuaron enormemente, nuestros negocios, por lo general, no sufrieron mayores cambios, mostraron alta rentabilidad y siguieron creciendo.

Un beneficio de estas diferencias entre los precios de mercado y las realidades financieras es que, en ocasiones, podemos adquirir negocios a precios atractivos. Por dar un ejemplo, en el 2022, **Encina** acumuló una posición en Amazon luego de que el precio cayera 50%. Este es uno de los negocios más grandes del mundo y, aun así, no se salva de estas fluctuaciones en precios. Es normal ver movimientos enormes en los precios sin una explicación fundamental.

Lo mejor que podemos hacer como inversionistas es aceptar estas fluctuaciones y prepararnos para la constante volatilidad. Una idea general es sólo invertir en acciones si esos dineros no tendrán uso en los próximos años. Esto, con la idea de evitar ser un vendedor forzado, quizás en un mal momento, cuando los precios estén deprimidos. También, mantener un “colchón” de liquidez que nos permita dormir tranquilos sabiendo que no hay necesidad de vender. Aparte de eso, el Fondo utilizará la volatilidad a su *favor*. Compraremos si los precios de algunas compañías llegan a niveles atractivos e, incluso, venderemos posiciones si los precios llegan a niveles exageradamente altos.

Mercados y Perspectivas

El S&P 500, índice que reúne algunas de las empresas más grandes de EE. UU., obtuvo un retorno total cerca del 26% en el 2023. Algo interesante es que la mayoría de las ganancias se concentraron en las enormes empresas tecnológicas, tipo Apple, Microsoft, Nvidia, y demás. El resto del mercado obtuvo ganancias más moderadas, rondando el 15%.

Esto también se aprecia en las valoraciones del mercado. El S&P 500 cotiza cerca de 20x utilidades, algo por encima del promedio histórico de 16x. Ahora, si excluimos estas grandes empresas tecnológicas que ocupan cerca de 30% del índice, el resto del mercado cotiza a 17x utilidades. Esta es una valoración cercana al promedio histórico, desde donde el mercado ha obtenido retornos de aproximadamente 10% anual.

Para el Fondo, esta divergencia puede ser *positiva* a futuro. Esto, ya que nosotros podemos invertir donde sea que encontremos valor. Si las ganancias se han concentrado en un sector, es posible que encontremos buenas oportunidades en otras áreas poco populares. Actualmente, vemos algunas compañías de calidad que cotizan a precios bastante moderados, por lo que pienso concentrar nuestras futuras inversiones en estas ideas.

Otro tema relevante para el Fondo, y los inversionistas en general, es que, de momento, el efectivo está rindiendo 5%. **Encina** puede obtener un retorno atractivo sobre su liquidez a la espera de nuevas ideas de inversión. Actualmente, un porcentaje bajo de los activos permanecen en esta categoría y la idea no es llevarlo a niveles muy elevados. Dicho esto, es un buen complemento para nuestra idea principal de ser accionistas de negocios de calidad.

Ejemplos del Portafolio

Este año adquirimos una posición importante en JP Morgan, un negocio que cuenta con algunas de las características que buscamos como alta rentabilidad, una gerencia capaz y honesta, entre otras. Usualmente, negocios con estas características cotizan a precios elevados, al punto que, no necesariamente son buenas inversiones. De vez en cuando hay excepciones y podemos entrar a precios atractivos. Creo en este caso hemos dado con una de esas.

Como cualquier negocio especial, JP Morgan cuenta con algunas ventajas competitivas importantes. Por ejemplo, el banco tiene cerca del 15% de los depósitos bancarios de EE. UU. y, aparte, éstos sólo le cuestan, en promedio, 1.8%. Otros bancos tienen que “luchar” para captar depósitos, ofreciendo tasas altas, así recibiendo fondos costosos. Aparte, no tienen la escala necesaria para invertir a la

par en tecnología, seguridad, y demás. JP Morgan se beneficia de este bajo costo de fondeo y enorme escala, lo que le permite ser más rentable que los bancos pequeños mientras que toma poco riesgo. Esto se ve en los números, con retornos sobre capital tangible cerca del 20%.

La oportunidad para invertir se nos dio este año luego de que la acción se mantuviera deprimida por varias posibles razones, ya sea apatía general hacia el sector bancario o miedos producto de la caída de Credit Suisse, First Republic y otros bancos. Quizás, gracias a estas realidades, logramos incorporar al portafolio este gran negocio a menos de 9x utilidades.

A largo plazo, considero que esta inversión debe funcionar bien. El negocio igual tendrá que seguir operando al más alto nivel en una industria competitiva, con retos regulatorios, tecnológicos y cíclicos. Si mantienen la línea de las últimas décadas y siguen sirviendo a sus clientes de la misma manera, creo las probabilidades de éxito son altas.

Acciones: Generación de Riqueza

Una de las ideas principales de **Encina Fund** es que la propiedad de negocios a largo plazo es una de las formas más seguras de generar riqueza. Esto ha sido probado con años de data y resultados históricos. Las acciones comunes le han ganado por un amplio margen a otras categorías como bonos, oro, bienes raíces, etc.

Esto se ve en todos lados; las grandes fortunas se han generado a través de la propiedad de negocios por décadas. Los ejemplos sobran, incluyendo los Walton con Walmart, Arnault con LVMH, Bezos con Amazon, Buffett con Berkshire, etc. Algo interesante es que todos estos ejemplos cotizan en bolsa, por lo que tenemos la oportunidad de invertir a la par de estos empresarios. **Encina Fund**, incluso, es accionista de algunas de estas empresas.

También lo veo en la Casa de Valores, donde tengo la oportunidad de trabajar con clientes altamente exitosos. En la gran mayoría de los casos, sus fortunas las hicieron concentrando su capital en un negocio rentable por muchos años. Si bien, la mayor parte de los negocios son mediocres, generando bajos retornos sobre el capital invertido o incluso peor, las raras excepciones tienden a crear fortunas importantes con el pasar del tiempo.

Otro ejemplo que resulta ilustrativo es en el mercado local, donde por años los accionistas del banco más grande de la plaza han acumulado más valor que sus depositantes o tenedores de bonos. Durante este periodo, "cualquiera" pudo comprar acciones a través de la Bolsa, y el que las mantuvo se vio beneficiado. Los depositantes, por su parte, obtuvieron un retorno fijo, que en muchos casos era lo

más apropiado para su perfil y lo que buscaban. No obstante, los accionistas fueron los que más se beneficiaron de la riqueza generada por el negocio.

Estos son sólo unos ejemplos, pero la evidencia sobre la superioridad de las acciones es bastante contundente. Aun así, entre los inversionistas locales todavía existe algo de rechazo hacia este tipo de inversiones. Algunas de las razones citadas incluyen la volatilidad en los precios, la falta de flujo, entre otras.

Otra explicación sobre esta falta de adopción puede ser la idea en la industria de categorizar las acciones como inversiones de alto riesgo y los bonos como “seguros”. ¿Qué tan especulativo es invertir en una canasta de los mejores negocios que conocemos a precios moderados? En este sentido, **Encina** mantiene una filosofía que contrasta con la industria. Considero esta estrategia prudente y segura para el que puede permanecer invertido, por decir, 5 años.

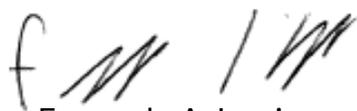
Si bien las acciones no son perfectas, deben tener su lugar en los patrimonios de aquellos que pueden tolerar movimientos en los precios. Los beneficios, con el pasar del tiempo, se vuelven enormes para un patrimonio.

Encina Fund es una alternativa para aquellos que deseen participar en la categoría. El Fondo lo veo sólo como un vehículo, a través del cual, los accionistas nos volvemos dueños de negocios. Esta estrategia debe seguir rindiendo frutos. Es la forma como venimos invirtiendo nuestros propios ahorros por años, y así seguirá siendo.

.....

Agradezco su confianza al mantener parte de sus ahorros en **Encina Fund**. Confío plenamente en el Fondo y la estrategia de inversión, por lo que mantengo la mayoría de mis ahorros invertidos a la par de ustedes. Estoy siempre disponible para cualquier consulta o comentario.

Atentamente,



Fernando A. Lewis