

**encore**  
asset management



Carta 8  
Prestação de Contas 2º Semestre  
Fevereiro 2022

## Prestação de Contas 2º Semestre

Completamos nosso primeiro ano de fundo no fim de janeiro. Impressionante como passa rápido! Parece que ontem estávamos montando o time, constituindo CNPJ, entrando com o processo nos órgãos reguladores, definindo e escrevendo os processos, construindo nosso framework de análise, criando a arquitetura de dados, enfim, tudo isso foi feito há mais de ano! É o que dizem, quando fazemos o que gostamos, o tempo passa rápido mesmo... Que venham os próximos quarenta anos!

Como fizemos ao completar seis meses de fundo, a ideia dessa carta é prestar contas com nossos cotistas e leitores sempre visando a maior transparência possível. Pretendemos fazer essa prestação todo semestre. Essa é a segunda vez. Acreditamos que ser transparente é a melhor forma de trazer conforto para o nosso cliente, especialmente nos momentos ruins. Fundos muitas vezes são vistos como caixas fechadas em que o time mostra uma cota e, às vezes, uma carta. Queremos ser diferentes. Queremos que o cliente entenda quando estivermos indo bem ou mal, que tenha confiança que seu estilo como investidor combina com a nossa estratégia e, assim, fique conosco para o longo prazo.

Abordaremos o que deu certo, o que deu errado, mudanças, time e tudo que fizer sentido mostrar. Críticas e sugestões de o que mais colocar aqui serão sempre muito bem-vindas.

## Segundo Semestre

*"Everybody has a plan until they get punched in the mouth." - Mike Tyson*

Ao reler a carta de prestação de contas do primeiro semestre ficamos com a sensação de que éramos felizes e não sabíamos. A carta, lançada no começo de agosto, conta que o mercado, apesar de ter subido, foi difícil, pois o foco não foi tanto os fundamentos das empresas, mas a situação macro do mundo, com uma rotação de ações de crescimento para ações consideradas portos seguros e commodities. Discutiu-se reflexão, estagflação e no final estávamos subindo levemente menos que nossos benchmarks.

O que não imaginávamos é que os problemas do primeiro semestre voltariam com tudo. E essa não seria a pior parte. Julho, ainda no nosso primeiro semestre - lembrando que nosso ano começou no fim de janeiro - foi apenas o primeiro de 5 meses seguidos de queda forte.

**Agosto** Agosto começou com um Copom agressivo para controlar inflação, o que aliás tem sido até hoje, que agradou o mercado, mas foi logo ofuscado pelo início das discussões dos problemas relacionados aos precatórios. Sim! Foi em agosto que o mercado começou a questionar se furaríamos ou não o teto de gastos. Mal imaginávamos o que estava por vir. O número do PIB reportado do primeiro semestre junto com o aumento de juros do Copom fez com que os economistas comessem a revisar nosso PIB para baixo. A bolsa caiu, mas conseguimos defender. Nesse momento, estávamos empatados com o Ibovespa e com o Índice Small Cap (SMLL), que veio a colapsar nos meses seguintes.

**Setembro** Em setembro a bolsa acelerou a queda e aqui foi nosso principal erro, especialmente se considerarmos o Encore Long Bias, fundo que temos o mandato de tentar defender quedas. Achávamos que a bolsa já estava barata o suficiente para colocarmos nossas fichas. A bolsa já tinha corrigido 15% desde a última máxima, fechando nos 112 mil pontos.

**Outubro** No início de outubro parecia que essa aposta ia dar certo, a bolsa voltou para 115 mil pontos no meio do mês, até que o pior aconteceu. Outubro de 2021 será para sempre conhecido como o mês que o governo decidiu renunciar ao teto de gastos, uma das

principais conquistas do governo Temer. E foi com requintes de crueldade: pedidos de demissão da equipe, ministro concordando com isso em TV aberta, promessa de auxílio para caminhoneiros, deixar espaço para emenda parlamentar, enfim, foi um pacote de maldades grande, inesperado e que deixou o mercado extremamente tenso. Ações apanharam muito mesmo com pouca mudança micro, pois mercado já começou a especular que naquele nível de juros e incerteza, poderíamos entrar em recessão, como vários economistas preveem para 2022.

Quem explica bem o que aconteceu em outubro é Thomas Sowell, economista de Stanford, que diz, em tradução livre: *"Ninguém realmente entenderá política enquanto não entender que os políticos não estão tentando resolver nossos problemas. Estão tentando resolver seus próprios problemas, nos quais serem eleitos e reeleitos são os problemas de números 1 e 2. Qualquer que seja o problema de número 3 está bem atrás dos outros"*.

### Novembro em diante

O mau humor durou até a primeira semana de janeiro. Foram cinco meses seguidos de queda, algo que só aconteceu seis vezes desde 1995. O Ibovespa caía 22% da máxima, mas isso não representava o que acontecia na nossa bolsa. Como o Ibovespa tem bastante commodities em sua composição, as empresas dolarizadas serviram como uma defesa. A verdade da bolsa era muito pior, representada pelo índice de small caps, este mais diversificado, que caiu 35%. Vários papéis perdiam mais da metade de seu valor. Vários fundos de ações tomaram resgates e, com isso, precisaram vender seus próprios papéis, realimentando performances ruins que resultavam em mais resgates.

Enquanto isso, até o fim do ano, a bolsa americana só subia. Porém, em dezembro, o banco central americano começou a mudar de postura. Powell parou de usar a palavra "transitória" para definir a situação da inflação por lá e adotou uma postura mais preocupada, sinalizando potencial retirada de estímulos e aumentos de juros antes do que o mercado previa. Aproveitamos para comprar uma proteção contra o S&P no fim de dezembro que nos deu alguma alegria em janeiro com a correção do mercado americano, corroborada pela ata da reunião de dezembro e pela própria reunião de janeiro, na qual Powell deixou absolutamente tudo em aberto, inclusive mais aumentos de juros que o esperado e até a possibilidade de um aumento de 50 bps, algo que o mercado considerava de baixa probabilidade.

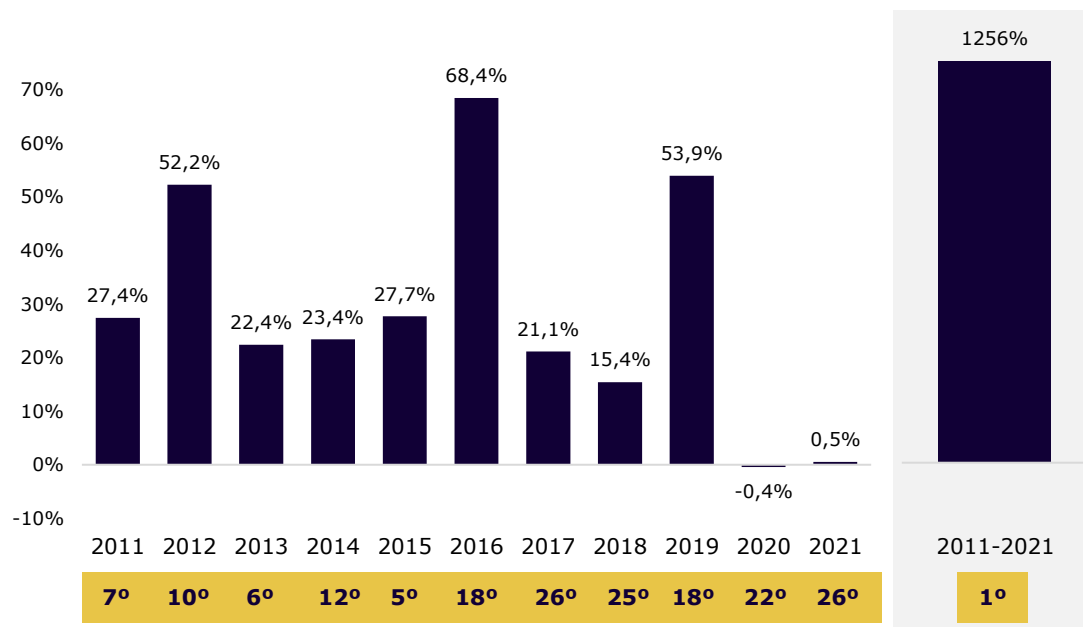
Esse cenário de possível desaceleração nos Estados Unidos junto com melhora nos dados da China fez com que investidores estrangeiros procurassem alternativas em relação à bolsa de lá. O que pode ser melhor que a bolsa de um país que já tinha despencado, com uma moeda que parecia ter gordura e cheio de ações de commodities? Os *gringos* começaram a comprar nossa bolsa, entrando dinheiro todos os dias desde 16 de dezembro sem pular nem um dia até o último dia de janeiro, que teve uma leve saída. Até final de janeiro já entraram quase R\$35 bilhões de investidores estrangeiros, compensando os resgates de fundos que ainda estão sendo pagos. O Ibovespa subiu 11% e o SMLL subiu 16% das mínimas. O humor do mercado com as ações brasileiras parece, enfim, ter mudado. E rápido.

### A Performance No Ano

Temos muito claro na nossa cabeça que nosso jogo é de longo prazo. No dia a dia, isso significa nunca dar *all-in* em determinada tese, posição ou setor. Buscamos sempre ter uma carteira ponderada, sempre pensando no "e se estivermos errados?". Essa postura traz consequências como o fato de que provavelmente nunca seremos o melhor fundo do ano. Para ser o melhor fundo do ano em uma indústria tão grande e competitiva, é preciso concentrar as apostas em determinada tese vencedora. A vantagem do nosso modelo é que dificilmente seremos o pior fundo do ano também, que provavelmente será ocupado por quem concentrou riscos e errou.

Nossa meta é estar, no curto prazo, no topo do segundo quartil. Se conseguirmos ser consistentes nisso, no médio e no longo prazo poderemos sim ser um dos melhores do primeiro quartil. É esse jogo que queremos jogar. Um exemplo disso - até um pouco manjado - no universo das ações é a Equatorial. Ela nunca foi a melhor ação do ano. Também nunca foi a pior. E no longo prazo é uma das melhores histórias que tivemos na nossa bolsa. Queremos ser a Equatorial dos fundos.

### Retorno total das ações da Equatorial e ranking no Ibovespa (% , nº)



Fonte: Bloomberg. Dados até: 31/12/2021.

Sabemos que, do ponto de vista de captação de curto prazo, nossa estratégia não é a mais quente. Pessoas gostam daqueles produtos que estão lá em cima na tabela, que quase sempre tem números de curto prazo. Tudo bem, vamos conviver com isso.

**Encore Ações** O Encore Ações, nesse primeiro ano, caiu 12%. Apesar de o benchmark do fundo ser o Ibovespa, desconsideramos totalmente a composição do índice para a construção da carteira. Como falamos, gostamos de uma carteira balanceada, enquanto o índice não só é extremamente concentrado em dois setores, commodities e bancos, como ainda tem posições grandes, como Vale com 15,6% e Petrobrás com 11% (somadas ON+PN). Achamos que o índice só consegue ter esse tamanho de posição porque ele não tem que dormir a noite. Nós não conseguiríamos dormir. Por mais defensiva que seja a posição, será muito difícil, no futuro da Encore, termos posição no Encore Ações de 15%, imagina ter posição desse tamanho em um ativo que não temos a menor ideia de quanto caixa irá gerar no ano que vem!?

Isso não quer dizer que não temos que superar o Ibovespa. É claro que temos! Porém, em prazos mais curtos, essa diferença será muito mais influenciada por ciclos de commodities, fatores macro e rotações setoriais do que por fundamentos de empresas. Em prazos maiores que os preços e fundamentos convergem e aí sim temos que gerar valor, não há desculpa. Nesse ano tivemos uma das maiores rotações de empresas de crescimento para empresas de valor que já vimos no mercado, o que favoreceu bastante o índice. Fizemos um estudo: dos 3 mil pontos que o índice perdeu no período indo de 115 mil para 112 mil pontos, commodities e bancos contribuíram com +10,5 mil pontos e o resto do índice contribuiu com -13,5 mil pontos. Ou seja, a única forma que teríamos para ganhar do índice nesse período seria com a nossa carteira concentrada, algo que não gostamos de fazer dado o risco. Pensem como seria caso tivéssemos concentrado, mas não em commodities e bancos, mas no resto.

Comparando com a indústria, ficamos no segundo quartil.

**Encore Long Bias** O Encore Long Bias, nesse primeiro ano, também caiu 12%. A performance similar em relação ao Encore Ações faz certo sentido dado que a carteira de ações compradas é a mesma. Porém, essa performance para o Long Bias nos deixa menos satisfeitos que no Encore Ações. A ideia do Long Bias é ser um fundo que tem mais liberdade para atuar. A maioria absoluta das vezes usamos essa liberdade para tentar defender quedas, e daí vem nosso principal erro no ano. Entramos no período de cinco meses seguidos de queda do mercado com a cabeça certa, pois além da carteira balanceada, o fundo tinha proteções contra quedas. Nos dois primeiros meses de queda, julho e agosto, conseguimos passar totalmente ilesos, protegendo totalmente o fundo, que não caiu nada. Nosso erro foi, ali, acreditar que a queda já tinha sido expressiva demais, que os papéis já estavam baratos e que era hora de alocar. Com isso sofremos a queda dos três meses seguintes. Um grande erro, dado que o cenário deteriorou com força em outubro e enfrentamos aquilo com o fundo 100% comprado. Sabemos a importância de defender quedas para o resultado composto ao longo dos anos, como sempre tentávamos fazer nos fundos que fazíamos gestão antes de fundar a Encore. No passado, conseguimos defender quedas importantes. Na nossa opinião, deixamos a desejar nessa defesa durante nosso primeiro ano de Encore. Vamos focar para tentar segurar as próximas.

Nunca estamos satisfeitos. Nossa tendência sempre será achar que dava para ser melhor. Sabemos que nunca é fácil, mas começamos no ano mais difícil que temos na memória. Estamos no jogo e vamos para a frente. Inclusive, o copo meio cheio é que, para um time novo, enfrentamos esses desafios com muita união, clima bom e muito trabalho. Foi um belo teste.

## A Empresa

Antes de falar da carteira atual e de *cases*, gostaríamos de dedicar um tempo para falar da empresa.

**Processos** Ao longo desse ano conseguimos ser muito fiéis ao nosso discurso interno de ter processos para tudo. A força do hábito nos ajudou bastante aqui, dado que a empresa já nasceu com os processos desenhados. Alguns exemplos:

- Já fizemos 52 reuniões que chamamos de TGIF: Essa reunião acontece sexta às 18h e tem a duração de no máximo 30 minutos. Cada um fala o que fez durante a semana que passou e o que planeja fazer na semana seguinte, com todos podendo ajudar. Simples como isso. Essa ferramenta é poderosa para conseguirmos alocar bem os recursos da empresa (principalmente o tempo), mas, melhor que isso, é uma excelente ferramenta de produtividade. Ao firmar o compromisso em público e anotado em ata, a chance dessa tarefa ser efetivamente feita aumenta bastante.

- Já fizemos 10 reuniões que chamamos de *Post-Mortem*: Essa é uma reunião mensal na qual todos podem falar o que estamos fazendo de errado, revisar processos, criticar e sugerir melhorias. Toda reunião revisamos a ata da reunião anterior para verificar se os pontos debatidos foram corrigidos. Diversos processos da companhia já foram melhorados ou abandonados graças à reunião *Post-Mortem*. Agora, com mais tempo de fundo, também aproveitamos essa reunião para discutir casos de investimento que deram errado, focando no que poderíamos fazer de diferente e o que aprendemos com cada um deles. Sempre com foco no processo.

- Já fizemos 55 reuniões de gestão: A reunião de gestão é nossa obrigação semanal de juntar todo o time para discutir teses e a nossa carteira. A Reunião de Gestão é tema frequente nas reuniões *Post-Mortem* com sugestões de melhoria. Ela já mudou algumas vezes ao longo do ano. Hoje começamos com o pessoal de risco falando dessa ótica,

migramos para um rápido debate de cenário e aí entra a parte mais importante da reunião: todos falam o que gostariam de sugerir de mudança para a carteira, porém, sem justificar.

Aprendemos, ao longo de reuniões passadas, que um viés aparecia: o primeiro a discutir uma mudança na carteira tinha mais chance de ver sua sugestão acontecer do que o último, quando todos já estavam cansados e ações já tinham sido tomadas. Não faz sentido. Para diminuir esse viés, agora todo mundo sugere antes, olhamos para todas e escolhemos juntos quais são mais importantes e queremos debater primeiro. Uma atitude simples de redução de viés que deu muito certo. O resto da reunião é debate, debate e mais debate sobre teses de investimentos. É a reunião mais legal da semana.

- Já fizemos 3 rodadas de Feedback 360°: *feedbacks* aqui são trimestrais. Vamos para a quarta rodada agora que completamos um ano. De todos os processos, consideramos o *feedback* trimestral um dos mais importantes. É ele que torna a empresa unida, com todos remando no mesmo caminho, corrigindo eventuais desvios de rota de forma rápida, antes que o cristal se quebre.

- Já temos 54 *frameworks* de análise completos: Aqui não se usa PowerPoint para nada. Nossa apresentação de tese de investimento é uma extensa lista com várias perguntas que devem ser preenchida no Evernote. Dá trabalho, mas o resultado é uma análise completa e sem viés, dado que todo analista tem que passar por todos os pontos do *framework*. Já temos 54 empresas com o framework 100% preenchido. Ao longo do tempo conseguiremos analisar o que acertamos e o que erramos com bastante honestidade intelectual, dado que está tudo ali, escrito. No futuro, poderemos ver como a tese mudou ao longo do tempo só vendo o histórico de nossos frameworks, que serão atualizados periodicamente.

- Já temos 3600 notas no nosso Evernote: Aqui temos o hábito de escrever tudo para minimizar o viés retrospectivo. O conhecimento está ali. Se qualquer pessoa da empresa quiser aprender algo sobre um setor ou empresa que cobrimos, é só entrar lá e ler.

**Equipe** Somos 18 pessoas na Encore hoje, 15 focadas nos investimentos. Só tivemos uma troca e não foi no time de investimentos. Somos 11 no time de análise fundamentalista, o que consideramos um número bom, um time grande, na medida do que precisamos. Somos 4 no time Quantamental, aqui provavelmente cresceremos no futuro, pois consideramos que temos mais ideias do que braços.

A empresa já conseguiu superar o *breakeven*, ou seja, as contas já se pagam mesmo tendo alguns custos que não são baratos, como a infraestrutura de TI, *Cloud*, e tudo que precisamos para rodarmos nossa parte Quantamental.

Mesmo em um ano tão difícil para nossa indústria, conseguimos passar por esse período com captação líquida mesmo enfrentando resgate de parte relevante do seed money que recebemos no início. Do lado comercial, ao longo de um ano, falamos com mais de 1500 investidores, visitamos dez cidades no Brasil e somamos mais de 8000 cotistas. Acreditamos que esse resultado é, em parte, pela nossa transparência. Continuamos a gravar os comentários mensais, que somam mais de 40 mil visualizações totais no YouTube, fizemos o primeiro Clube do Livro aberto, com participação do Artur Wichmann, onde debatemos sobre o livro *The Most Important Thing*, escrito pelo Howard Marks, além das participações do time em podcasts e lives externas. Nunca deixaremos de ficar próximos dos nossos cotistas, na alegria ou na tristeza.

Nosso passivo hoje é bem equilibrado. Perto de 25% é dinheiro dos sócios. Dos 75% que vieram de captação, a maior parte disso é de family offices e alocadores.

**Encore Previdência** Em relação a novos produtos, em dezembro lançamos nossa estratégia de previdência com a XP Seguros, o Encore Long Biased 100 XP Seg Prev FIC FIM, que persegue a mesma estratégia do Encore Long Bias. Lançaremos em breve o produto de previdência para o público geral e já temos outras ideias no *pipeline*.

Ainda sobre a empresa, gostaríamos de contar um pouco mais sobre nossas iniciativas no quantamental, o que tem nos deixado muito animados. Importante: somos uma casa híbrida. Usamos tecnologia para fazer seres humanos tomarem melhores decisões. E fazemos isso de duas formas:

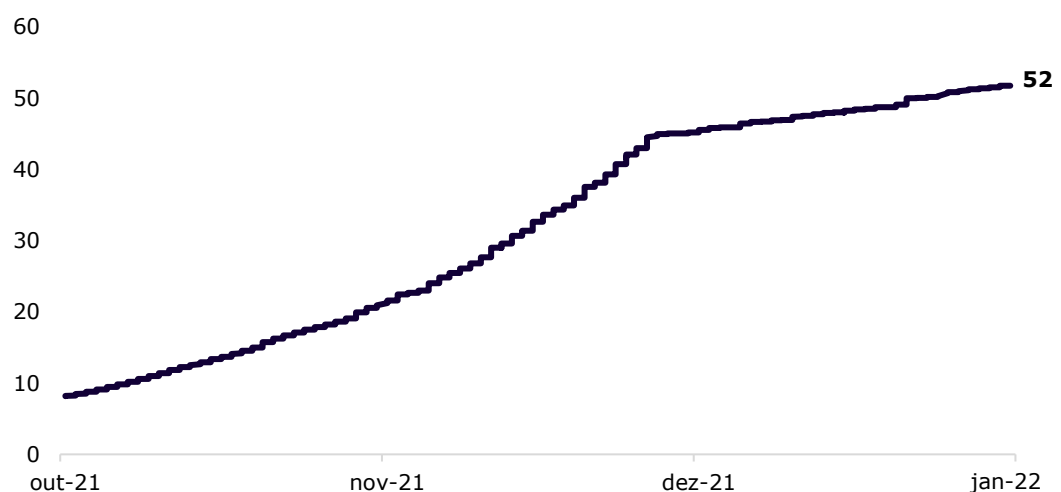
### Dados Alternativos

Coletamos dados alternativos das mais variadas fontes. A importância do uso de tecnologia aqui é o fato de que dificilmente algum ser humano conseguiria coletar tanta informação sem a ajuda de "robôs". Ao longo do tempo, esses dados nos trazem uma informação diferenciada que certamente colaborará para o analista tomar uma decisão melhor. Somos discípulos de Kahneman aqui. No seu excelente livro Rápido e Devagar, Kahneman cita o WYSIATI, acrônimo para "*What you See Is All There Is*" (O que você vê é tudo que existe). Qualquer decisão que tomamos na vida, tomamos baseado no que estamos vendo. Dados alternativos são poderosíssimos para aumentar o que estamos vendo.

Porém, a captura, manutenção e processamento desses dados não é trivial. É necessária muita dedicação e tempo para programar desde a arquitetura dos bancos de dados e rotinas de captura até a forma de apresentar os dados para que qualquer analista. Estamos ainda no começo desse trabalho e já estamos impressionados com o universo de informações que podemos ter.

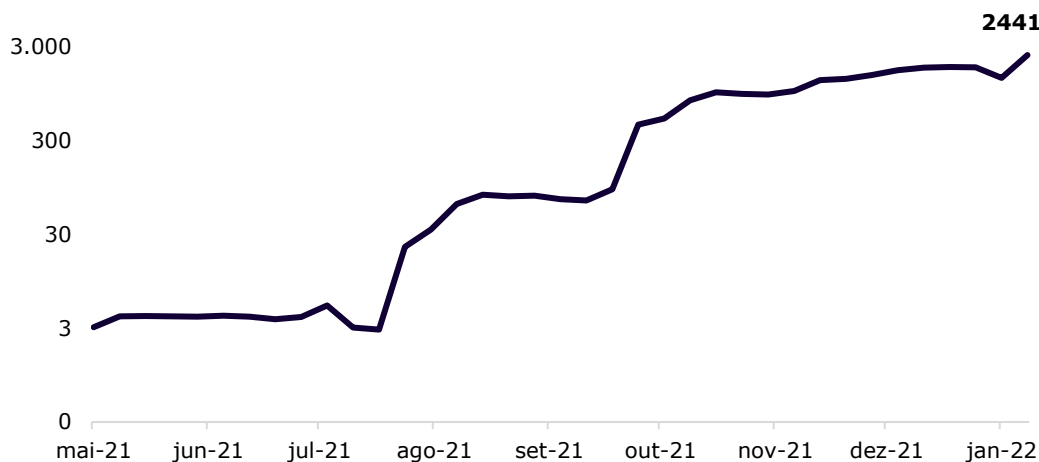
Para ilustrar, o gráfico abaixo mostra o tamanho do nosso *Data Lake*, em terabytes:

### Armazenamento de Dados em terabytes



Nossa lista de pendências de captura de informação só cresce, dado que os analistas perceberam o valor dos dados alternativos. Com isso, estabelecemos uma ordem de prioridades tentando atender em ordem de impacto. Uma das tarefas, por exemplo, é monitorar SKUs (*Stock Keeping Units*, ou seja, um item distinto, seja produto ou serviço). O gráfico abaixo mostra quantos SKUs já monitoramos de várias empresas:

## Número de SKUs (ex-Meli e Shopee) (em milhares) – escala logarítmica



### Pesquisa Quantitativa

Ao longo do último ano, criamos e aprimoramos todo nosso fluxo de pesquisa quantitativa. Desenhamos bancos de dados e bibliotecas proprietárias para realizar tarefas em grandes áreas de pesquisa quantitativa aqui na Encore. Para isso, consumimos quase 30 livros e mais de 40 *papers*. Foram mais de 11 mil páginas de leitura, com aprofundamento e redesenho de múltiplas ideias. Tudo isso para colocar a Encore no *edge* do conhecimento. Desenvolvemos aplicações que nos colocam como pioneiros no emprego de ideias advindas de outros campos da ciência no processo de gestão e tomada de decisão.

A pesquisa quantitativa ajuda os analistas, de carne e osso, com *screenings* e sugestões. Os seres humanos ajudam a máquina filtrando eventuais investimentos que não façam sentido por algum motivo que o modelo não pega, como risco de governança corporativa, por exemplo. Somos e sempre seremos híbridos.

### Dados são a Matéria Prima do Processo

O esforço de infraestrutura para alimentar o processo de pesquisa e desenvolvimento de ideias, ferramentas e estratégias se encontra em um fluxo de dados que todos os dias recalcula, corrige e ingere um volume aproximado de 600 Gigabytes de dados. São 9 horas de processamentos diários para lidar com mais de 200 tarefas de captura, processamento e ingestão de informações, resultando em mais de 500 tabelas que alimentam todo o processo de pesquisa quantitativa. Foi, portanto, desenhada uma base com todo o cuidado de se evitar os principais vieses no processo de pesquisa, como *lookahead bias*, *foward looking bias*, *survivorship bias*, entre outros.

Para isso, a análise das séries temporais de diferentes aspectos das companhias da nossa "cobertura quantamental" foi minuciosa. Só no Brasil, falamos em mais de 3 mil instrumentos, dos quais mais de 2 mil estão ativos. Esse é o nosso universo de pesquisa quando olhamos o mercado local. Para as bolsas baseadas lá fora o número é ainda maior: olhamos mais de 7 mil instrumentos ativos e temos histórico de quase 10 mil instrumentos que passam por nossos *backtests*. São dados de preço, balanços, DREs, aluguel de ações, fluxo e outras variáveis que alimentam nossos modelos.

Simplificando, temos uma pequena fábrica que a partir de uma ideia qualquer facilmente verifica, através de muita estatística, se ela faz algum sentido.



## A Carteira

Quem nos acompanha sabe que todo mês gravamos um vídeo contando o que achamos do cenário e mudanças na carteira. Não vamos usar essa carta para falar sobre isso, só ratificamos que estamos na ponta otimista, dado que as ações estão muito atrativas, algo que pode ser corroborado pela massiva entrada de dinheiro estrangeiro na nossa bolsa em janeiro. Contamos mais sobre isso no nosso vídeo de janeiro que está em nosso canal do YouTube. Vamos aproveitar esse espaço para entrar em detalhes em algumas das nossas posições. Primeiro, vamos relembrar como construímos nossa carteira:

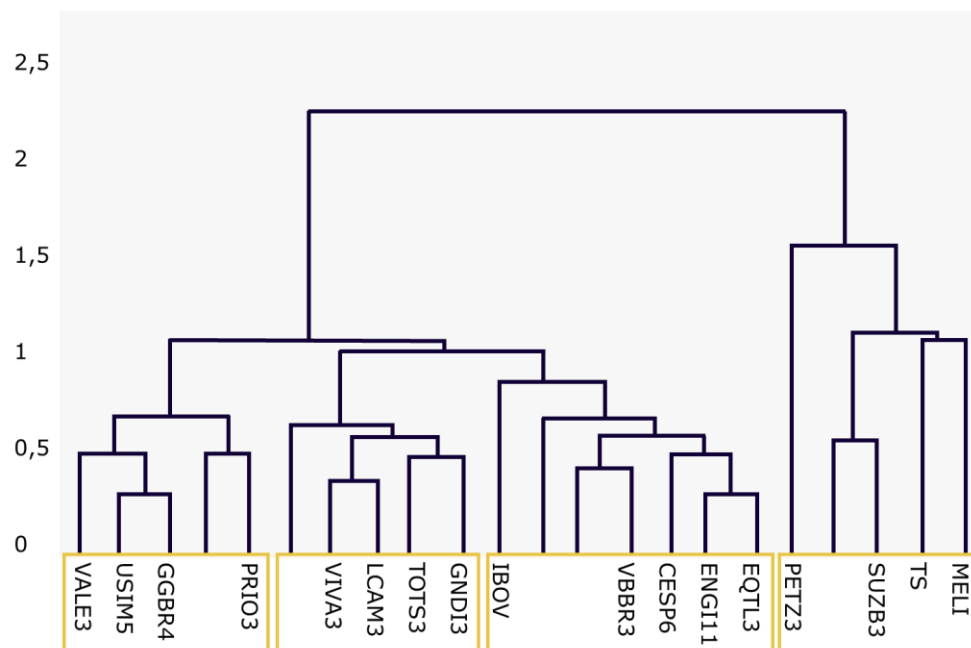
Tudo começa na construção do nosso principal book, a carteira de ações principal. Ela é grande parte do nosso trabalho, tudo (ou quase tudo) do Encore Ações e o ponto de partida para o Encore Long Bias. A partir daí vem a diferença entre os dois fundos. No Encore Long Bias temos mais liberdade que, na maioria das vezes, usamos para defender, comprar hedges e calibrar o risco da carteira. Além disso, costumamos construir outras estratégias para buscar gerar um retorno descorrelacionado a mais para o fundo. São elas:

- **Estratégia Long-Short:** quando vemos alguma oportunidade relativa, especialmente dentro de um mesmo setor, construímos um par comprado na ação que preferimos e vendido na preterida. Essa operação não consome caixa, mas consome risco. Tentamos fazer pares pequenos pois não é uma estratégia principal do fundo. Essa estratégia teve um leve ganho no ano.
- **Hedge Book:** como falamos, gostamos de calibrar a exposição direcional do Long Bias com nossa estratégia de hedges. Assim como em um seguro de carro, nossa ideia é comprar quando estiver barato para nos proteger de um eventual sinistro, e não comprar o seguro "para bater o carro no poste". Se estivermos pessimistas, há forma mais inteligente de proteger o fundo e, na maioria das vezes, é diminuindo a carteira principal. Os livros de proteção ajudaram levemente em dois momentos, o primeiro entre julho e agosto, e agora em janeiro, que estávamos com proteções contra a queda da bolsa americana.
- **Estratégias Quantitativas:** essa é a grande novidade na Encore e que continuamos muito animados! Apesar de ainda pequeno, estamos rodando oito estratégias quantitativas diferentes, todas neutras em exposição, buscando retorno descorrelacionado. Essas estratégias ainda respondem por aproximadamente 20% do patrimônio bruto (10% comprado e 10% vendido) do Long Bias. Infelizmente, elas não foram bem e contribuíram de forma levemente negativa no ano, como falaremos em mais detalhes em uma carta futura.

**Seleção de ações** Apesar de parecer complicado, os fundos são extremamente simples: Investimos em empresas buscando ter um portfólio equilibrado que, no longo prazo, apresente um retorno consistente e acima dos benchmarks. Quando montamos a seleção de ações, sempre pensamos em como a carteira reagirá se estivermos errados, logo, gostamos de carregar boas posições que sejam antagônicas em termos de estilos. Nos preocupamos muito com risco. Não gostamos de concentrar nem em papéis nem em teses específicas. A meta é no médio prazo compor bons retornos e, em prazos maiores, estar entre os melhores.

Como sabemos que nossa carteira está equilibrada? Na Encore acreditamos que a gente só melhora o que a gente monitora. Nosso relatório de risco é bem completo e traz informações não usuais, como o gráfico abaixo, que é o dendrograma da nossa carteira.

## Dendrograma - Carteira Encore

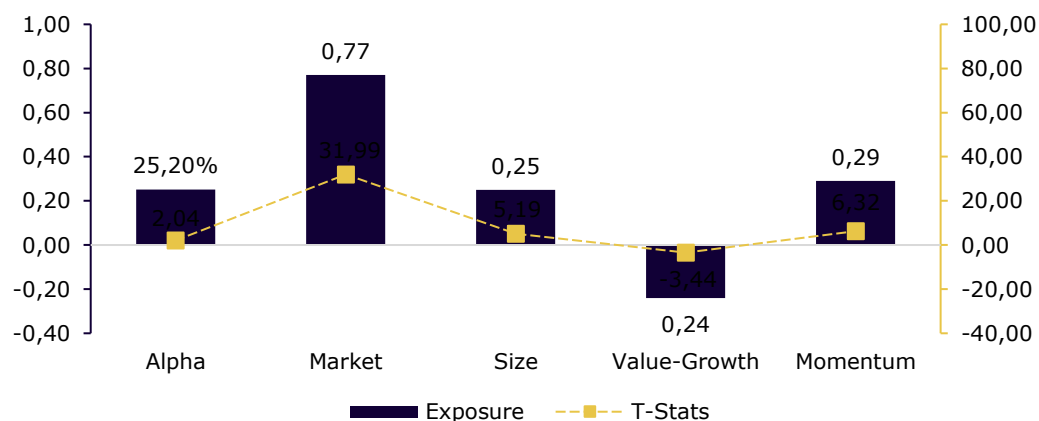


Obs: a carteira não necessariamente tem esses papéis, é só um exemplo próximo. Escondemos algumas ações que são pequenas ou que estamos montando ou desmontando posições ou que não têm histórico suficiente para entrar no estudo.

O que o gráfico mostra, complicando um pouco, é um estudo usando *machine learning* para estudar o grafo hierárquico entre os papéis e não um grafo totalmente conectado como pressupõe Markowitz. Simplificando, é a distância entre as correlações dos papéis. Quanto mais "pra cima", maior a distância das correlações entre os papéis. Notamos, por exemplo, quatro grandes blocos na carteira, sendo um composto pela maioria das empresas de commodities exceto as de papel e celulose, os *plays* domésticos mais "atacantes" entre VIVA3 e LCAM3, as "antifrágéis", como as do setor elétrico, e as dolarizadas não-correlacionadas no último bloco.

Vendo dessa forma saberemos também se, em uma eventual troca, o portfólio se comportará de forma diferente ou se estamos trocando seis por meia dúzia. Além disso, conseguimos sempre monitorar como está nossa carteira em relação à fatores de estilo:

## Carteira Encore em Fatores de Estilo



Conseguimos notar que ainda estamos viesados para *large caps*, para *growth* e *momentum*.

**Contribuidores x Detratores** No ano, os papéis da nossa carteira que mais contribuíram negativamente foram MercadoLivre, Espaço Laser e ViaVarejo. Já os que mais contribuíram positivamente foram: Vale, PetroRio, Petrobrás e Unidas.

O foco dessa carta foi contar sobre nosso ano e sobre a empresa, mas aproveitamos para resumir alguns casos de investimento, anexo, para quem se interessar.

Agradecemos muito pela confiança de nossos cotistas, e que venham os próximos quarenta anos!

## Anexos

Reservamos uma parte nessa carta para falar um pouco de alguns dos nossos casos, entrando em um pouco mais de detalhe que costumamos:

### Espaço Laser - ESPA3

Vamos começar com um caso que, apesar de termos perdido dinheiro, decidimos tirar da carteira. Lembrando: somos pagos para mudar de opinião. E, como exercício de minimização de viés, olhamos a carteira todos os dias como se estivéssemos começando a empresa do zero, não importando o resultado passado.

Espaçolaser foi um dos primeiros IPOs que participamos na Encore. Durante o processo de diligência, falamos com diversos *stakeholders*, entre concorrentes, fornecedores, *management*, clientes e até fizemos pesquisa de campo para testar a eficácia da tecnologia. A conclusão foi que a companhia tinha um posicionamento muito diferenciado no setor, com claros benefícios de escala e posicionamento de marca. Com os recursos da oferta seria capaz de abrir ainda mais a distância para os concorrentes, investindo em sistemas, marketing e aumentando a base de lojas próprias. Como a penetração de depilação a laser ainda é menor que 15% dentro do mercado de depilação como um todo, enxergávamos uma via enorme de crescimento para os próximos anos. Para se ter uma ideia, a base de clientes vem aumentando 40% ao ano desde 2014.

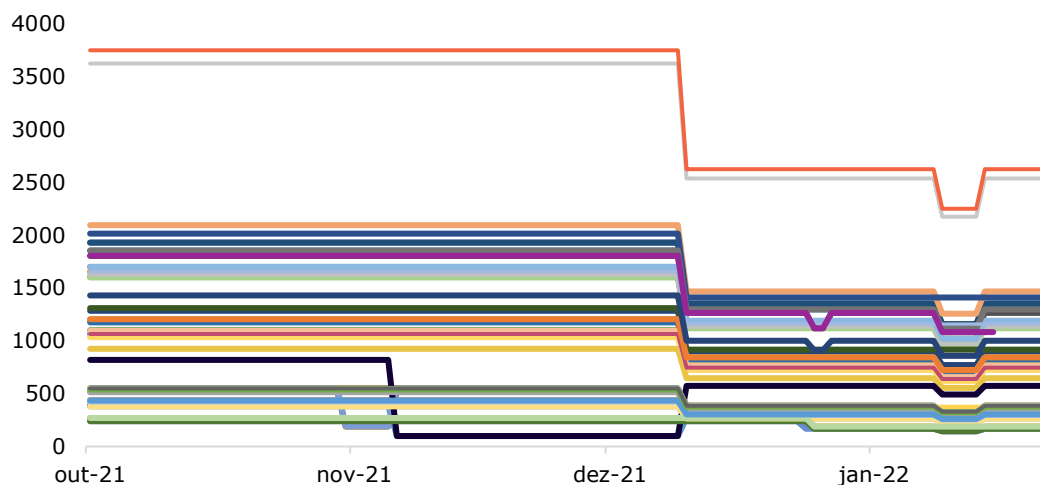
No que dependia da companhia, o time da Espaçolaser entregou até mais do que havia indicado durante o processo de IPO. Abriram 158 lojas em 2021 vs *guidance* de 100-125; compraram 100 franqueados vs. 78 previstos; aceleraram a expansão internacional com 25 lojas entre Chile, Colômbia e Argentina, algo que nem era modelado ainda; e, tem começado a acelerar a venda de franquias da Estudioface, unidade mais focada em estética facial. Ou seja, tudo parecia estar no caminho certo.

**Erro** Um dos nossos erros foi a leitura do cenário macro. Acreditávamos que a baixa penetração de laser e a forte expansão de unidades da Espaçolaser se sobreporiam à uma eventual desaceleração da economia. Isso realmente estava acontecendo até o resultado do 2Q21, quando a empresa entregou margens até melhores que o esperado. No entanto, a partir do 3Q21 o cenário se inverteu drasticamente, com as vendas ficando abaixo do esperado. Por ter um perfil de público majoritariamente classe B/C, a nossa leitura é que com a renda disponível comprometida pela inflação e pela economia mais fraca, essas pessoas voltaram a usar cera ou lâmina que são substitutos de menor custo no curto prazo.

A desaceleração das vendas, combinada com a abertura de lojas, levou a uma desalavancagem operacional relevante que impactou os resultados. Para tentar compensar esse efeito, a empresa primeiro tentou aumentar os prazos de pagamento. Ao perceber que isso não estava sendo suficiente, o próximo passo foi reduzir os preços, algo que detectamos já no primeiro dia através das nossas análises de dados alternativos. O que nos deixou preocupados foi que ao mesmo tempo em que estenderam o prazo de pagamento, a empresa também reduziu de forma relevante a cobertura de provisão no balanço, levando a possíveis aumentos futuros de provisão. Ao juntar todos esses efeitos, com um cenário macro ainda desafiador, decidimos sair da nossa posição na empresa nesse momento.

Ainda admiramos muito a companhia e sua capacidade de gerar retorno sobre capital investido. Continuaremos sempre de olho para, acreditando em um momento certo, voltar para a posição.

## Preço por serviço



Fonte: Encore. Dados de 26/10/2021 até 15/02/2022.

## MercadoLivre – MELI

Não gostamos de perder dinheiro. Perder dinheiro com empresa boa e que está entregando, então, é pior ainda.

Mercado Livre – MELI ou MELI34 - é uma posição que carregamos desde a cota 1. Aumentamos e diminuimos a posição algumas vezes ao longo deste ano, mas sempre foi uma das 3 maiores posições da carteira. A tese de MELI é sustentada por algumas tendências seculares da América Latina como a digitalização do varejo e a bancarização da população e por características micro relevantes: é a empresa líder do setor, tem o melhor time de executivos e há diversas opcionalidades que podem trazer muito valor para o caso.

Quando compramos as ações do Mercado Livre, esperávamos um forte crescimento das vendas do marketplace, o GMV, em 2021 (e nos anos que estão por vir). Esperávamos também que a empresa expandisse os serviços financeiros oferecidos no Mercado Pago, lançasse o Live Commerce e expandisse as receitas com Ads, os anúncios dentro do market place. O *business* de Ads é bastante importante para a tese pois estimamos que tem margem EBITDA em torno de 65%, muito superior às margens do E-commerce.

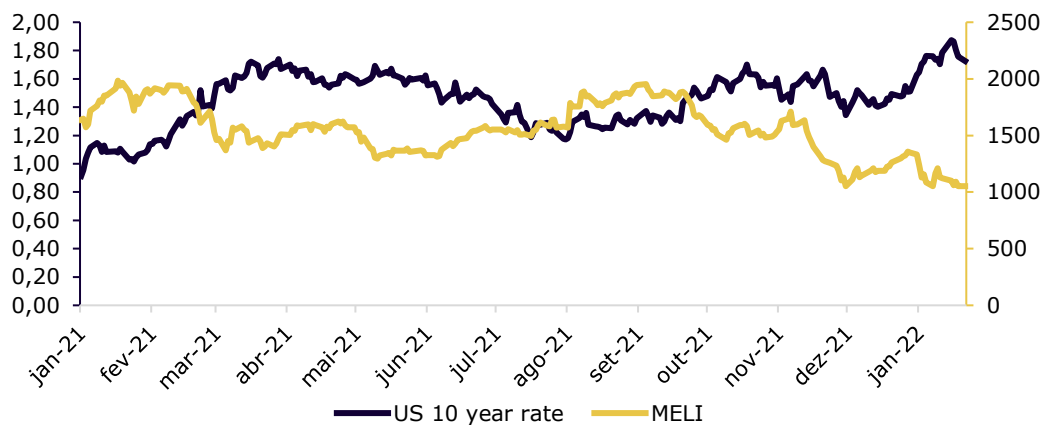
Passado este primeiro ano do fundo, as entregas do Mercado Livre foram superiores ao que esperávamos. As vendas totais devem terminar o ano crescendo 35% em dólares versus 31% que esperávamos no começo do ano. As vendas foram mais fortes em todos os países, como no Brasil cujo crescimento esperado era de 32% ano contra ano e deve ser mais próximo de 40%. Além disso, a empresa lançou o Live Commerce e, na frente financeira, quase triplicou sua carteira de crédito (US\$ 1,1 bi até o 3Q21), lançou cartão de crédito e negociação de criptomoedas no app do Mercado Pago. Por fim, a receita com Ads já representa quase o dobro do que representava do GMV no começo do ano.

Negativamente, neste ano o cenário competitivo piorou devido ao forte crescimento da concorrente Shopee. A empresa asiática que chegou no Brasil em 2020 já alcançou um *market share* estimado de 5%, mostrando que são muito bons operadores de e-commerce. Este sucesso dos asiáticos superou nossas expectativas, algo ruim para o caso de MELI.

Apesar da boa performance operacional da companhia neste ano, a performance da ação foi muito ruim, tendo caído 45% nos últimos 12 meses. A queda veio basicamente do

*de-rating* que todas as empresas de tecnologia sofreram no mundo inteiro dado o aumento na taxa de juros americana. Ou seja, o principal motivo desta queda é alheio aos fundamentos microeconômicos da tese.

### US 10-year rate vs. preço da ação do MercadoLivre (MELI) (USD)

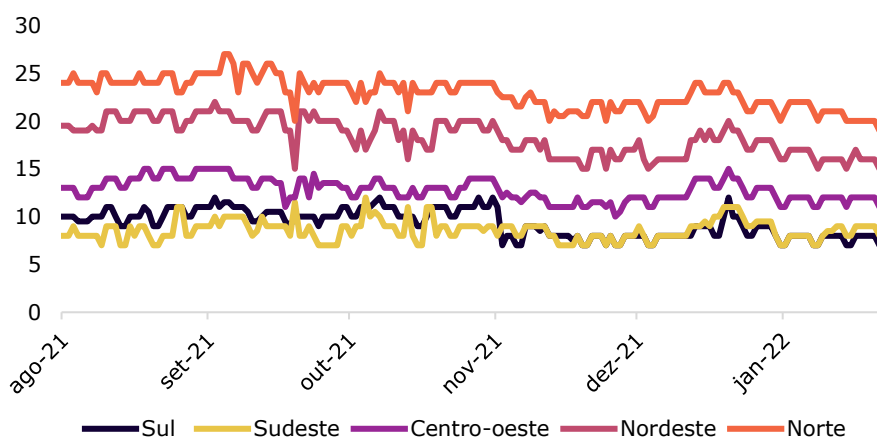


Fonte: Bloomberg. Dados de 04/01/2021 até 24/01/2022.

Nossa tarefa, porém, é ganhar dinheiro. Ficamos muito confiantes nas entregas da companhia e demos menos valor para o efeito de contração de múltiplo que um aumento maior que o esperado dos juros nos Estados Unidos poderia trazer. O mercado costuma exagerar para os dois lados. A empresa hoje, apesar de sua qualidade e crescimento, negocia a múltiplos bem atrativos.

Como acreditamos que os fundamentos ainda estão muito bons, seguimos investindo em Mercado Livre e acompanhando muito de perto a tese. Hoje o nosso time de dados alternativos consegue monitorar as vendas da empresa diariamente e os prazos de entrega de uma cesta com mais de 100 produtos em aproximadamente 50 cidades. Em 2021, a MELI também inaugurou seu primeiro CD dedicado a produtos pesados e um exemplo do que acompanhamos aqui na Encore é a redução no prazo de entrega dos produtos pesados em todas as regiões do Brasil.

### Prazo de entrega de produtos pesados por região do Brasil



Fonte: Encore. Dados de 02/08/2021 até 24/01/2022.

MELI é uma demonstração de que temos uma carteira balanceada e nunca damos *all-in* em nenhuma tese ou setor. Nossa posição nunca passou de 11%.

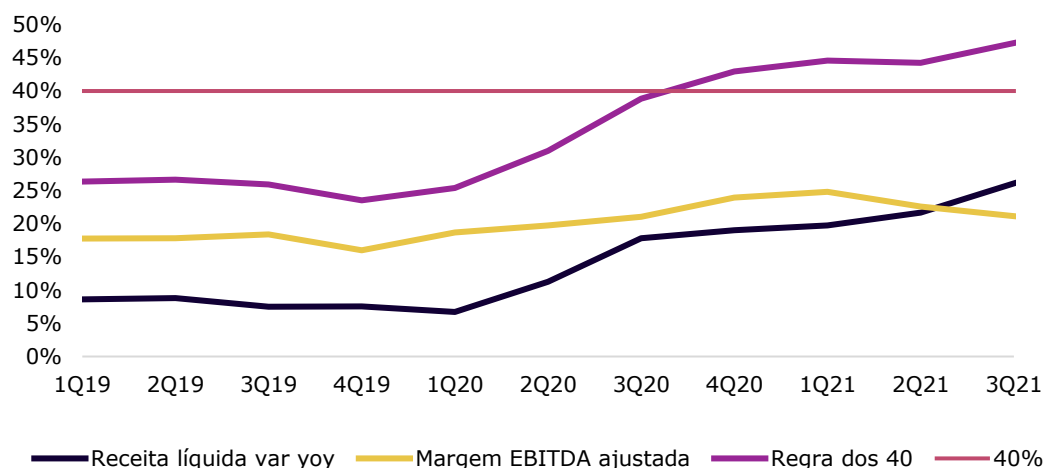
## Totvs - TOTS3

Em 2006 a Totvs listou suas ações na B3 tornando-se assim a primeira empresa brasileira de tecnologia a fazer um IPO. De lá para cá, a empresa fez quase 40 aquisições e se tornou a líder de ERPs no Brasil.

Recentemente a empresa fez 4 movimentos muito interessantes para a tese: (i) mudança do modelo de negócios do ERP, se tornando uma empresa de subscrição; (ii) aquisição a Supplier que abriu uma nova avenida de crescimento, o crédito; (iii) aquisição da RD, a principal empresa do país em *Business Performance* e; (iv) criação da Dimensa, uma JV com a B3, que é focada em tecnologias B2B para o mercado financeiro e fintechs.

Quando montamos a posição em Totvs esperávamos a manutenção do crescimento e expansão das margens do segmento de ERP e um crescimento um pouco mais forte da Supplier e da RD. De maneira consolidada, esperamos que a Totvs continue se mantendo acima da regra dos 40, i.e., a soma do crescimento com a margem EBITDA, ambos em pontos percentuais, acima de 40.

### Receita líquida e rentabilidade - Totvs



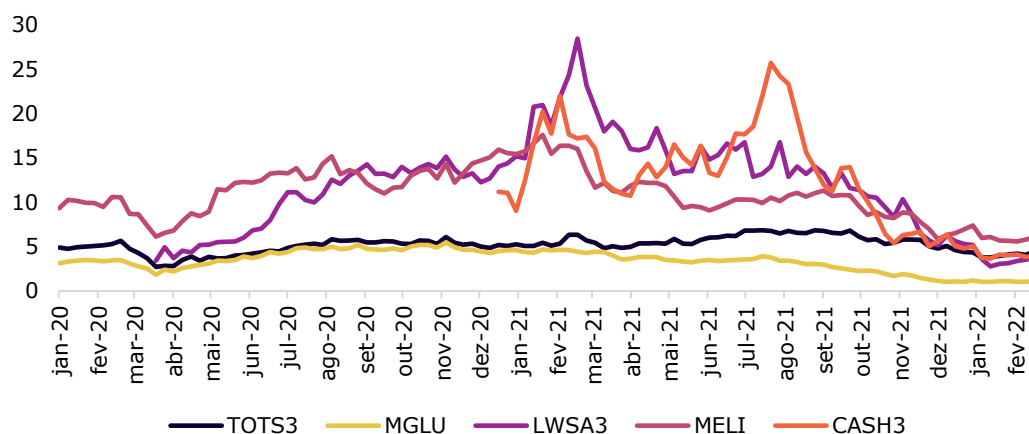
Fonte: Companhia.

No segmento de ERP, os resultados têm vindo conforme o esperado, um crescimento de receita recorrente próximo a 20% ano contra ano e com uma pequena expansão de margem bruta. A RD também tem crescido de maneira bastante acelerada, como esperado dado o perfil *startup* desta linha de negócios.

O único segmento que ficou abaixo das nossas projeções é o da Supplier cujos *spreads* foram comprimidos pela recente alta da Selic. Há um descasamento entre o custo de *fundings* e os juros cobrados. Por fim, a Dimensa já fez 2 aquisições desde a sua criação, em linha com a tese de consolidação em um segmento bastante fragmentado.

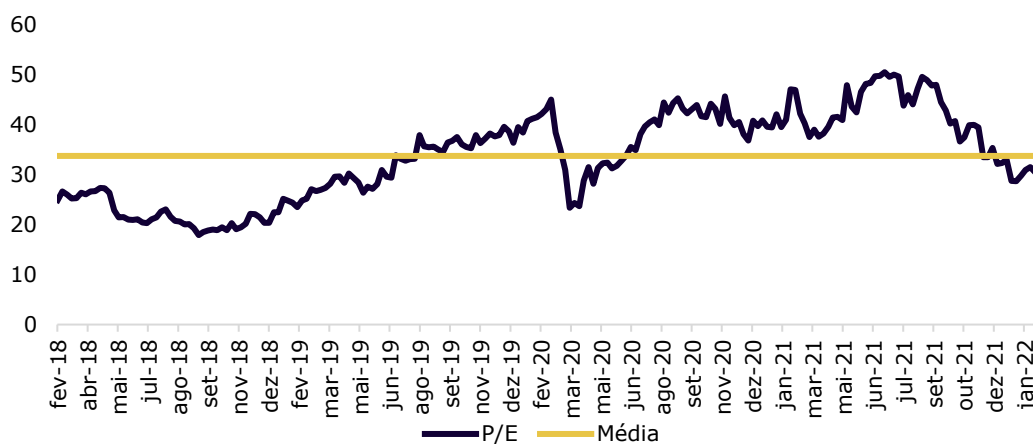
Do lado negativo, nos últimos meses houve uma compressão relevante dos múltiplos de empresas listadas no Brasil e no mundo, principalmente do setor de tecnologia em que alguns papéis chegaram a cair mais de 60%. No entanto, ao contrário das muitas empresas que fizeram IPO recentemente na B3, a Totvs gera lucro há muitos anos e, portanto, suas ações sofreram menos nesta última correção.

### EV/ sales 1-year forward



Fonte: Encore. Dados até: 15/02/2021.

### TOTS P/E 1-year forward



Fonte: Bloomberg. Dados até: 15/02/2021.

É um caso parecido com MELI, apesar de nossa posição ser menor. Continuamos confiantes no caso para o médio/longo prazo.

### Petz – PETZ3

A Petz tem feito parte da nossa carteira desde o primeiro dia da Encore. Inclusive já escrevemos sobre ela em cartas passadas. A tese central ainda é a mesma desde que fizeram o IPO em setembro de 2020: ser o principal player a consolidar o setor de pet no Brasil, o qual é extremamente fragmentado. Para se ter uma ideia, a Petz tem por volta de 6% de *market share* apenas, com os petshops de bairro ainda representando 50% do mercado. Sendo este um mercado que cresce mais de 12% ao ano nos últimos 15 anos. Nesse sentido a Petz vem entregando resultados de forma magistral. Em 2020, ano do IPO, entregaram um crescimento de receita de 47%, isso em um ano de pandemia e lockdowns. Depois em 2021, estimamos que irão entregar um crescimento de quase 45% mesmo em cima de uma base já forte, atingindo quase R\$2.5 bi de receita. Tudo de forma orgânica! Ao longo desses dois anos abriram mais de 60 lojas e tiveram uma execução impecável também no e-commerce.

Se tivessem entregado apenas isso já teria sido um ano excelente, mas a verdade é que a Petz ainda surpreendeu. Ao longo do segundo semestre de 2021 passaram a ficar mais ativos em aquisições. A primeira delas foi a Cansei de Ser Gato, uma marca digital focada nos tutores de gatos, que vem crescendo a taxas mais altas que o setor pet como um todo. A segunda aquisição, e maior até agora, foi a Zee.Dog. Nós conhecemos a marca antes da aquisição, durante os nossos processos de diligência, e tínhamos uma



percepção muito positiva dela e dos fundadores, os irmãos Diz. Desde o início da empresa, o grande foco era fazer uma marca aspiracional e com design diferenciado para pets, sempre de olho também no mercado global, que já representa mais de 30% da receita. A Zee.Dog tem três grandes frentes de crescimento: (i) O Zee.Now, app e delivery express que entrega uma experiência totalmente diferenciada para o usuário; (ii) o Zee.Dog Internacional onde já estão presentes em mais de 50 países; (iii) Zee.Dog Kitchen que é a nova iniciativa de alimentos naturais para animais, setor que já tem crescido muito nos EUA. A terceira aquisição foi a Cão Cidadão, grupo de franquia que foca no adestramento de animais e que servirá como hub de serviços para pets. A mais recente aquisição foi da Petix que produz tapetes higiênicos de alta qualidade.

**Aquisições** Ao olhar para todas as aquisições feitas até agora alguns pontos chamam a nossa atenção. O primeiro é que a Petz tem sido muito assertiva na escolha das marcas e dos gestores de cada uma delas. Os irmãos Diz, por exemplo, da Zee.Dog trazem skills extremamente complementares para a Petz em termos de branding e marketing. Além disso, se mostraram muito capazes na criação de produtos próprios que tendem a ter margens muito melhores. No business de varejo cada ponto percentual de margem faz uma diferença enorme no lucro e, conseqüentemente, no retorno sobre capital. Acreditamos que uma das grandes sinergias da Zee.Dog virá do aumento da penetração de *private label* nas vendas. Outro ponto que nos chamou a atenção nas aquisições é que a Petz tem sido muito sábia na alocação de capital. Novamente no caso da Zee.Dog, boa parte do valor pago foi em ações que estavam muito bem precificadas e que trazem alinhamento aos gestores. Mesmo nas outras aquisições sempre foi possível ver uma boa disciplina em termos de *valuation*. O terceiro ponto de destaque nas aquisições é que conseguimos facilmente enxergar sinergias cruzadas e rápidas de serem capturadas. No caso da recém adquirida Petix, além da Petz passar a capturar o valor total da cadeia de tapete higiênico, provavelmente um dos itens de compra mais recorrentes, também reduzirá de forma relevante os custos de produção para os tapetes da Zee.Dog. Olhando para o Zee.Now, de forma quase instantânea terão expansão de margem no delivery já que passarão a se beneficiar do poder de compra da Petz que compra direto da indústria ao invés de distribuidores. Fora que em breve poderão usar as lojas da Petz como hubs de entrega. Outra sinergia extremamente importante é que ao ter um volume maior de criação de conteúdo via Cansei de Ser Gato, Zee.Dog e Cão Cidadão, a Petz conseguirá reduzir de forma relevante o famoso CAC (custo de aquisição de cliente), que é o “pedágio” pago para o Google, Facebook e outros *players* para vender on-line. Em um cenário onde vendas on-line já representam mais de 30% das vendas totais, isso faz muita diferença.

Continuamos extremamente animados com a tese e acreditamos que o ritmo de crescimento continuará muito acelerado nos próximos anos para a Petz, seja do ponto de vista orgânico via abertura de novas lojas, seja via as aquisições. Do ponto de vista de aquisições, ainda podemos ver algo mais ligado ao setor de saúde animal, já que a companhia tem sido muito vocal sobre isso, querendo entregar uma solução de qualidade com custo acessível, possivelmente via uma estrutura verticalizada. A entrada do Irlau Machado, CEO da NotreDame Intermédica, para o conselho da Petz ajuda bastante com as competências necessárias. Em função das aquisições e entrada em novos negócios, um dos pontos mais importantes a monitorar esse ano será justamente a integração de todas essas novas operações. A notícia positiva é que em todas as interações que tivemos com a companhia até agora, tudo indica que estão no caminho certo, inclusive já estão planejando mudanças na estrutura organizacional para que tudo flua da melhor maneira possível.

Nossa posição em Petz chegou a dar bastante alegria, mas no fim do ano também sofreu a compressão de múltiplos das empresas de alto crescimento. Continuaremos sócios dessa empresa que acreditamos ser, por muitos anos, uma *compounder*, ou seja, uma empresa que tem muito espaço para crescer apenas entregando o que ela se propõe e dominando naturalmente o fragmentado mercado.

## Cesp – CESP6

Como dito anteriormente, nossa carteira é separada em três grupos: as empresas de commodities, as antifrágeis e as atacantes. Cesp entra no grupo das antifrágeis.

**Turnaround** Nossa posição de Cesp no início de 2021 se sustentava em dois pilares principais: 1) a continuidade do *turnaround* iniciado na privatização em 2018, apoiado na redução de riscos associados aos passivos e ativos contingentes e 2) a solidificação das bases que permitiriam a Cesp entrar numa nova etapa de captura de oportunidades na expansão do setor. Sabemos que parece complicado, mas não é. Quando o grupo Votorantim comprou a empresa no processo de privatização, ela herdou vários litígios. Resolvê-los era a primeira fase. Temos convicção que o novo controlador quer bem mais do que isso, e daí vem a segunda parte, partindo dos litígios resolvidos, que transformará a Cesp em um veículo de crescimento no setor elétrico.

Sendo assim, a evolução de certos temas eram imprescindíveis como: o andamento no processo judicial, ainda em primeira instância, para determinação do valor a receber da indenização da usina de Três irmãos; a redução dos riscos associados aos passivos judiciais (seja através de acordos ou decisões em juízo); o saneamento do déficit do fundo de pensão; a definição, pelo controlador, do veículo de crescimento do grupo, para maior visibilidade do plano estratégico da companhia e; a previsibilidade de geração de caixa e estabilidade da conjuntura setorial. De novo, parece complicado, e até é, por isso temos que acompanhar tão de perto.

O que aconteceu desde nosso investimento? Infelizmente, a Cesp passou por uma “tempestade perfeita” ao longo do primeiro semestre e a evolução desses temas não se encaminhou na velocidade que esperávamos: 1) atrasos no processo judicial de Três Irmãos, inclusive com o falecimento do perito responsável pela avaliação, 2) piora no déficit de fundo de pensão, reflexo do elevado carregamento do IGP-M e baixa performance da Bolsa e 3) a pior crise hídrica dos últimos 91 anos que afeta diretamente as hidrelétricas e a expectativa futura de geração de caixa. Além disso, a alta na curva de juros futuros brasileira também não ajudou.

Visualizando a configuração do cenário exposto acima decidimos zerar nossa posição em Cesp, uma das poucas que tínhamos no setor. Nossa visão para o case não havia mudado, apenas demos lugar a outros papéis no portfólio face ao *momentum* claramente negativo que se desenhava e, que nas nossas análises, duraria pelo menos mais alguns meses.

Retornamos ao papel ao longo do quarto trimestre, não só pois achávamos que os principais riscos que estávamos monitorando já estavam mitigados ou precificados como também pelo anúncio formal da fusão de ativos da Cesp e os dos controladores (VE e VTRM) que agora abre as portas para uma plataforma única e consolidada de crescimento do grupo. A governança deste processo era um risco, principalmente após um processo similar e atribulado que acabara de ocorrer no setor, mas acabou se confirmando um processo justo e transparente. Pronto! A empresa agora está pronta para entrar na sua fase de crescimento.

Ou seja, os reveses que a Cesp passou em 2021 foram todos associados a fatores externos, como o falecimento do perito, hidrologia adversa e macroeconomia. O que estava sob o controle da companhia como o andamento das negociações dos passivos judiciais e o processo de fusão de ativos evoluíram de maneira até melhor que o esperado.

O ano de 2022 começa com a conclusão da operação da fusão dos ativos. Olhando para frente, a nova empresa terá cerca de 1/3 de seus ativos renováveis (não hídricos), com um excelente perfil de contratação e uma das comercializadoras mais tradicionais do

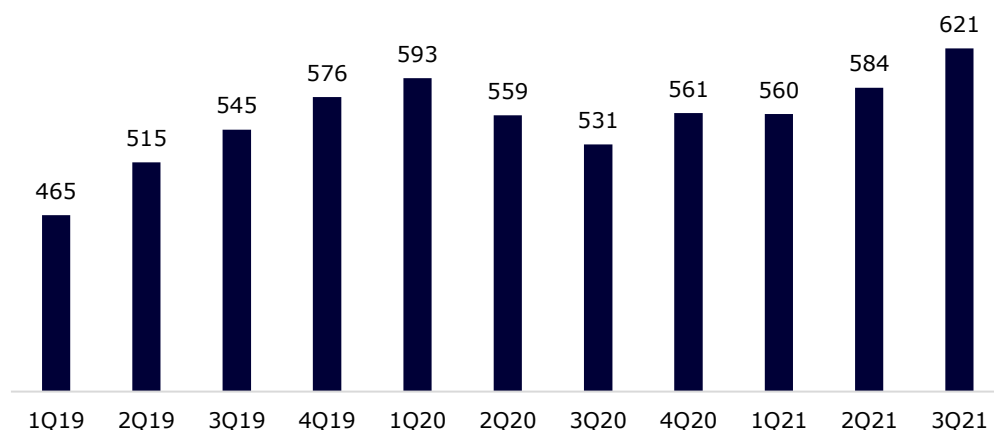
setor. O *know-how* na comercialização de energia é primordial dada a forma como o setor está evoluindo. Gostamos de Cesp por sua elevada geração de caixa associada a uma baixa alavancagem juntamente com a expertise do grupo na alocação de capital. A nova empresa terá um tamanho para o qual projetos de médio porte ainda serão suficientemente atraentes na geração de valor, contando com o benefício da robustez financeira que lhe dá competitividade adicional na estratégia de crescimento.

**Desafios** Os desafios dos passivos e ativos legados persistem, porém estes temas ganharam alguma tração e esperamos encaminhamentos relevantes ao longo dos próximos trimestres. Do lado da hidrologia, São Pedro ajudou e os primeiros meses do período chuvoso foram muito fortes, diminuindo muito a chance de problemas no sistema este ano. Ou seja, agora temos uma empresa redonda, com chances de investir e crescer, bem gerida e, por incrível que pareça, ainda sendo uma das mais baratas do setor.

### Unidas/ Localiza – LCAM3

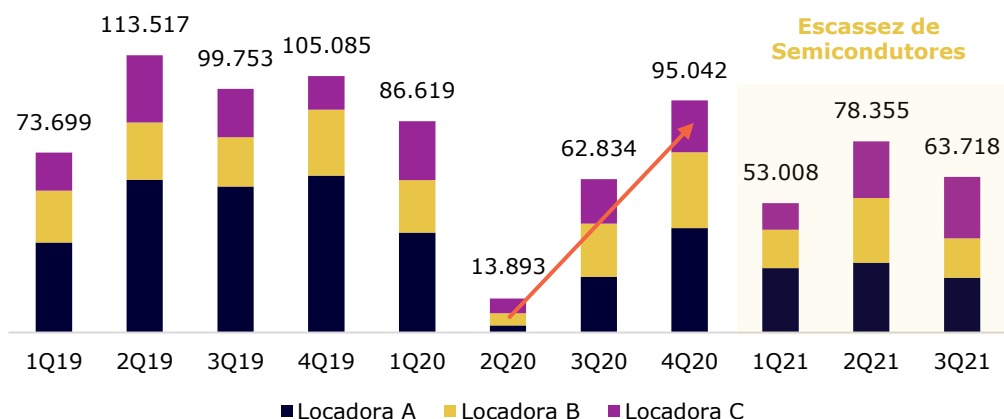
No início do ano esperávamos continuidade na forte recuperação que o setor de Locação de veículos passava desde o terceiro trimestre de 2020. Trimestre a trimestre as locadoras estavam comprando mais carros para recomposição de frota que passara por contração dois trimestres seguidos.

### Frota Total Consolidada das principais locadoras (em milhares de carros)



Fonte: Companhias.

### Veículos Comprados pelas principais locadoras



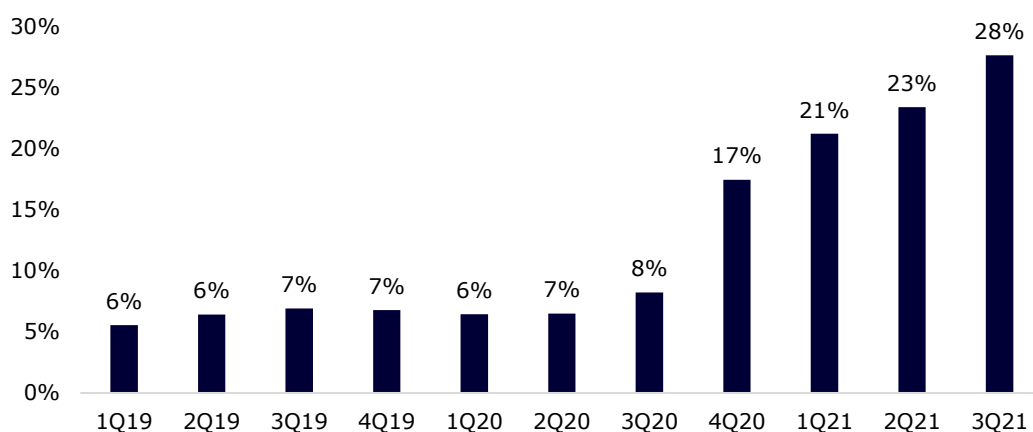
Fonte: Companhias.

O excesso de demanda trazido por pessoas que buscavam formas de evitar aglomerações no transporte público via aluguel diretamente ou via aplicativos (que também têm parte importante da frota alimentada por carros alugados) aliado a uma

frota reduzida por parte das locadoras deu suporte a tarifas saudáveis para o setor em 2020. Também esperávamos a manutenção destes níveis saudáveis de preço no aluguel em 2021.

Uma grande dúvida para 2021 era como se desenrolaria o processo da fusão entre Localiza e Unidas junto ao CADE. Não estava claro como o conselho se posicionaria. Do ponto de vista operacional, a fusão é bastante positiva para as duas empresas. Cria uma gigante com mais poder de escala e robustez para explorar novos negócios. O ano de 2021 foi marcado pela crise global de semicondutores que limitou a produção de veículos e, conseqüentemente, o crescimento das empresas de locação de veículos também foi limitado. As estimativas para a normalização da cadeia de suprimentos começaram em 6 meses e aos poucos foram sendo prorrogadas. Diante da escassez, o preço dos carros novos subiu bastante assim como o preço dos carros seminovos. Esse movimento acabou servindo como “amortecedor” para as locadoras que puderam vender os carros desmobilizados com margens nunca antes vistas.

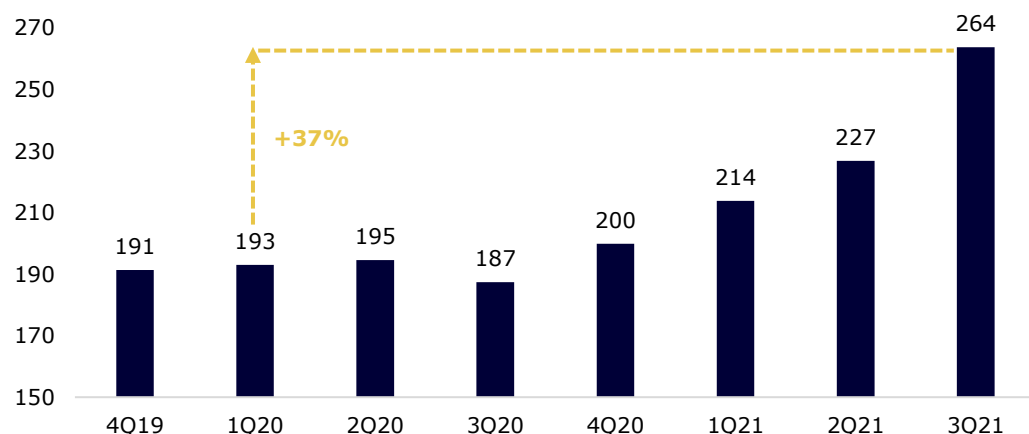
### Margem Bruta Média em Seminovos das Principais Locadoras



Fonte: Companhias.

Outros movimentos do setor também orbitaram a falta de chips. Com dificuldades em adquirir novos carros, as locadoras passaram a dedicar mais carros à gestão e terceirização de frota (GTF) em detrimento do aluguel eventual (diário/mensal), dado o ciclo mais longo dos ativos e a maior previsibilidade de receita que é característica desse segmento.

### Frota Consolidada Destinada ao GTF das Principais Locadoras



Fonte: Companhias.

Devido ao longo tempo de espera para o recebimento de veículos, algumas frentes foram deixadas em segundo plano como o aluguel por assinatura para pessoa física, que cresce, mas a um ritmo aquém do potencial.

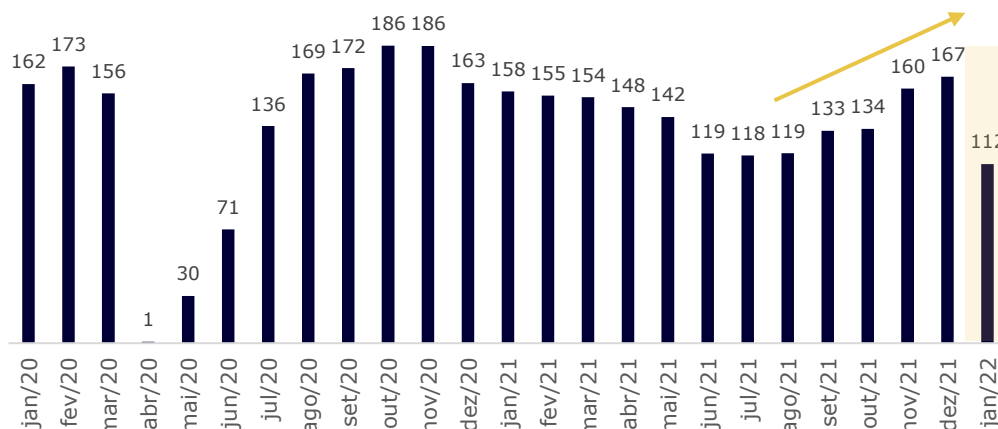
Em relação à fusão entre Localiza e Unidas, o processo junto ao CADE passou por duas etapas. A primeira etapa foi conduzida pela Superintendência Geral (SG), que fez uma análise minuciosa dos potenciais impactos da operação conversando com diversos agentes da cadeia (fornecedores, competidores, parceiros etc.). No início de setembro a SG emitiu parecer favorável à operação, mas também recomendou que alguns remédios fossem aplicados para garantir a competitividade do setor. A segunda etapa do processo foi o julgamento pelo Tribunal do CADE, que, no meio de dezembro, chancelou a operação aplicando remédios mais amargos que sugeridos pela SG, mas ainda palatáveis.

Olhando para o futuro, os principais temas para o setor de locação em 2022 são a evolução da produção de veículos, o efeito nos resultados de um cenário de juros bem mais altos que em 2020 e 2021 e a normalização das margens em seminovos. Qual será a tarifa que equalizará estes efeitos com a demanda?

Do lado da oferta de veículos, a indústria automotiva vinha desde junho recuperando a produção. Dezembro foi o melhor mês de 2021 em termos de volume, mas ainda sequer recuperou o nível atingido em outubro de 2020 (melhor mês daquele ano). Esperamos que haja uma melhora sequencial da produção de veículos leves em 2022, apesar do começo do ano já ter apresentado dados fracos, impactados pela variante Ômicron, férias coletivas das montadoras, falta de chips etc.

Dado o preço alto dos veículos, as vendas no varejo têm apresentado um arrefecimento nos últimos dois meses. Esse movimento favorece as locadoras que ganham mais espaço nas vendas e diminuem a dependência de uma produção maior em 2022 para terem acesso a mais carros.

### Produção de veículos leves (milhares)

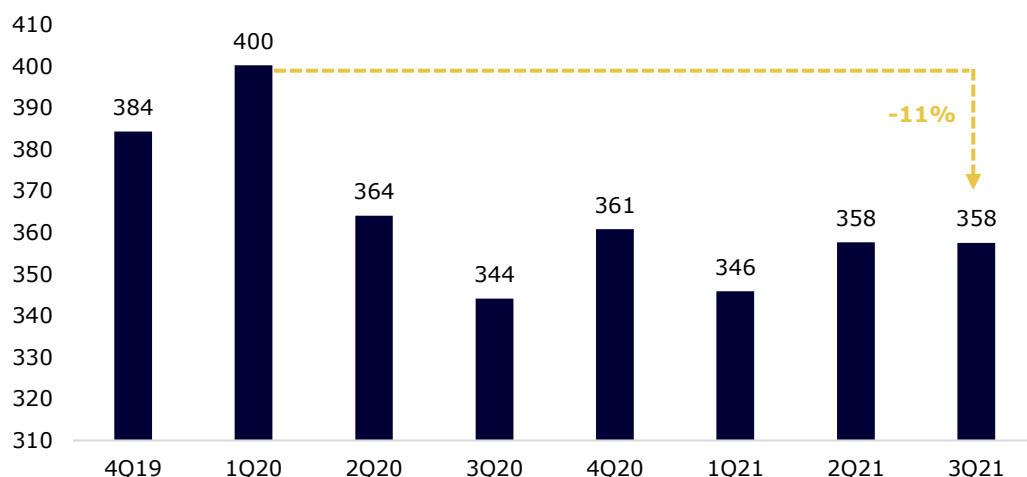


Fonte: ANFAVEA.

Olhando a frota consolidada das três maiores locadoras listadas é possível ver que a frota destinada ao aluguel eventual (RAC) é 11% menor do que era no primeiro trimestre de 2020.

Apesar do preço mais alto dos veículos, esperamos uma aceleração no ritmo de compra por parte das locadoras. Dada a alta demanda e a baixa oferta de carros que o setor passa, os níveis de tarifa parecem bem suportados mesmo diante dos significativos aumentos recentes que passaram.

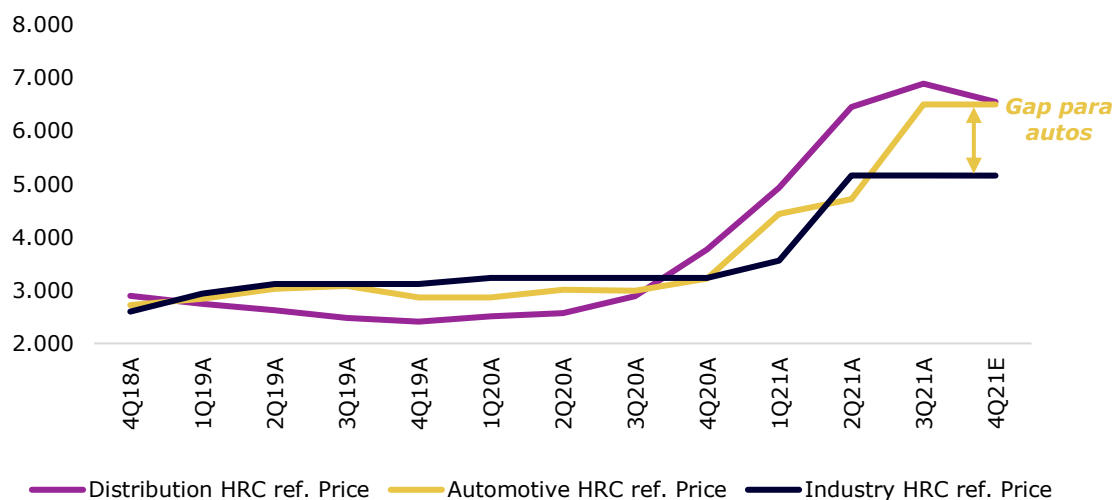
### Frota Consolidada Destinada ao RAC das Principais Locadoras (milhares)



Fonte: Companhias.

Uma grande dúvida é como se comportarão os preços de automóveis no caso de uma eventual normalização na cadeia de suprimentos. Pela falta de semicondutores as montadoras priorizaram a produção de modelos de maior valor agregado como SUVs ante a produção de modelos de entrada. Não vemos muito mais espaço para o aumento de preços e também não vemos muito espaço para a queda de preços, uma vez que a estrutura de custos das montadoras também teve aumento significativo com commodities metálicas e dólar em alta. A indústria de aço ainda tem repasses de preço importantes para fazer junto a indústria automotiva que devem entrar em vigor no já início desse ano. Nosso cenário base é de preços andando mais em linha com o IPCA.

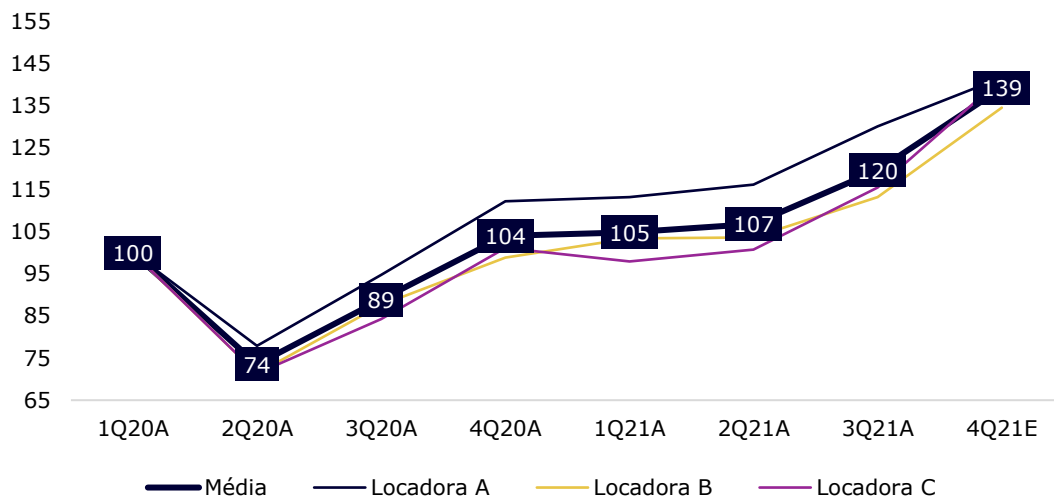
### Preço do aço para diferentes indústrias (USD/tonelada)



Fontes: Encore, Platts, Risi, Bloomberg.

Se aproximando de um ano com margens anormais no segmento de seminovos, esperamos a normalização das margens nos próximos 12-18 meses conforme as locadoras renovem suas frotas. Um ponto de dúvida é qual será o nível dos resultados das empresas sem esse vento de cauda proporcionado pelo segmento. Acreditamos que apesar do ajuste de tarifas e crescimento da frota, teremos manutenção de demanda, o que será suficiente para compensar a queda de margem em seminovos e maiores despesas financeiras.

### Diária Média (base 100 = 1Q20)



Fonte: Encore.

Em relação à fusão entre Localiza e Unidas, um evento importante que deve se desenrolar ainda no primeiro semestre de 2022 é a negociação dos remédios impostos pelo CADE e a divulgação do comprador. A partir disso poderemos ter uma visão mais apurada de como se desenhará o cenário competitivo na locação de veículos leves daqui para frente com um novo player com escala relevante no setor. Acreditamos que Localiza está sendo negociada a preços muito descontados já considerando a empresa combinada. Vemos muitas sinergias e oportunidades de novos negócios a frente.

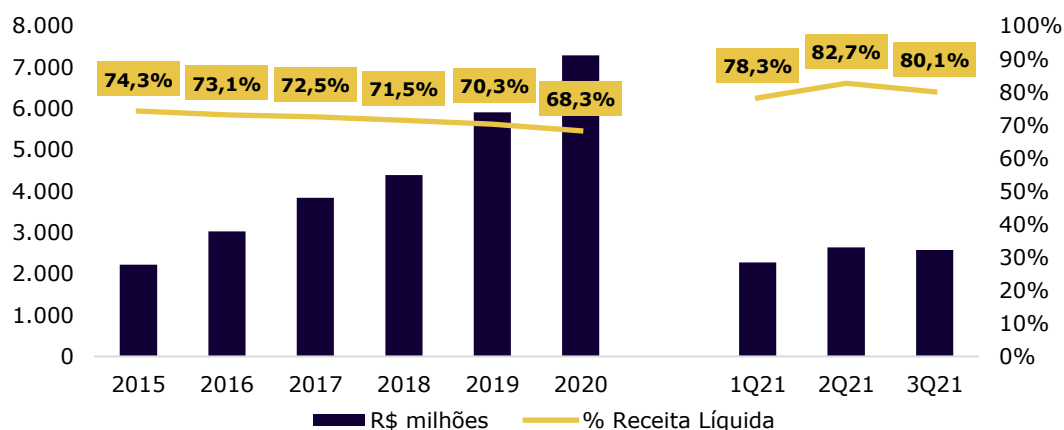
### Hapvida - HAPV3

Como já comentamos em carta anterior, gostamos muito do setor de saúde, em especial das operações verticalizadas por serem a opção mais acessível e interessante para os brasileiros que hoje não possuem plano de saúde, seja por meio de planos individuais, como também – e principalmente – por meio de planos de saúde corporativos. Partindo desse primeiro racional, esperávamos ao longo de 2021: 1) uma normalização nos níveis de sinistralidade (despesas assistenciais) após a forte onda de COVID-19 no 1º semestre, com a variante Delta, e 2) retomada de melhores níveis de crescimento orgânico com o arrefecimento da agressividade comercial de alguns players. Também esperávamos uma aprovação da combinação de negócios entre Hapvida (HAPV3) e NotreDame Intermédica (GNDI3), por parte do CADE, com algumas leves restrições/remédios.

O que aconteceu no período? Do lado positivo, o CADE aprovou a combinação de negócios HAPV + GNDI sem restrições, ou seja, melhor do que o esperado, confirmando a data de *closing* da transação para fevereiro de 2022. Porém, do lado negativo, alguns fatos jogaram contra a tese de GNDI no 2º semestre.

Aqui, destacamos os níveis de sinistralidade ainda altos ao longo do ano e uma percepção de que a normalização de custos seria postergada para 2022. Além disso, suas ações também sofreram como todas as empresas de alto crescimento.

## GNDI – Sinistralidade Caixa



Fonte: Companhia.

Desde 14 de fevereiro a fusão entre GNDI e HAPV está concretizada. O montante de sinergias divulgado pelas empresas (EBITDA incremental de R\$ 1,38 bilhão em 3 anos, corrigidos por inflação) parece ter decepcionado o mercado, mas acreditamos que as premissas podem ter sido excessivamente conservadoras, principalmente do lado de despesas administrativas. Grande parte das possíveis sinergias ainda não foram avaliadas, há espaço para surpresas positivas. Além disso, esperamos a normalização dos níveis de sinistralidade (não trabalhamos com cenário de nova onda de internações por conta da pandemia) e um crescimento orgânico baixo, porém maior que o de 2021.

Ainda gostamos da tese de médio e longo prazos. A empresa está bem-posicionada para continuar crescendo acima da média do mercado, atuando em um setor com vetores estruturais positivos. Acreditamos que a demanda reprimida por saúde suplementar no Brasil ainda é muito grande, especialmente depois de uma pandemia. Como Hapvida era forte no Nordeste e a Intermédica no Sudeste, com a fusão, veremos a empresa oferecer enfim um plano nacional, além de voltar com o *pipeline* de aquisições.

## Commodities - Um Apanhado Geral

O ano de 2021 contou 2 histórias diferentes para commodities. Ele é prova de que não se pode tratar todas as commodities como algo conjunto apesar da tendência que o mercado tem de fazê-lo.

No início de 2021, o tom de macro/estratégia era de que 1) haveria um *rotation* para *value* e principalmente *commodities* com a subida de juros nos EUA e inflação estruturalmente mais alta globalmente e 2) metais, agro e petróleo seriam as principais campeãs, enquanto celulose teria algum problema com adições relevantes de capacidade ao longo de 2022 que faria com que o preço caísse no final de 2021 e não se recuperasse.

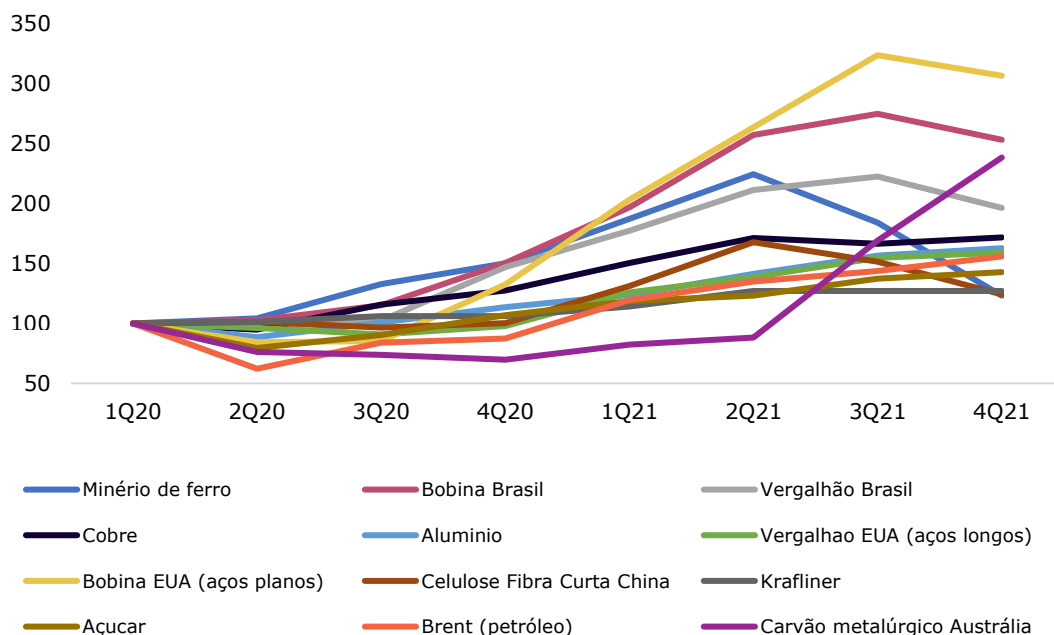
Conforme o ano se passou, os estímulos da China e seus efeitos na demanda das *commodities* surpreenderam a todos. Preços de ferro foram de \$159/ton para \$222/ton entre janeiro e julho. Aumentos de preços de aço no Brasil estavam em implementação constante (os *benchmarks* de aços planos e longos aumentaram 73% e 57% respectivamente de janeiro a junho de 2021). Outras *commodities* acompanharam a tendência, puxadas por demanda forte. Cobre e Alumínio ficaram 35% e 60% mais caros. Celulose seguiu a mesma tendência, após anos de um mercado com sobreoferta e preços deprimidos, e o preço aumentou 56% até meados de 2021.

As commodities agrícolas, puxadas pelo petróleo e por eventos de estresse climático, também tiveram valorização significativa. Temores com uma possível quebra da safra



americana de soja e milho fizeram os grãos terem uma valorização de 98% e 140%, respectivamente. No Brasil, a quebra de safra da cana e o mix de produção direcionado ao etanol fez com que o açúcar se valorizasse 85%. Para os próximos anos, as quebras de safras cada vez mais frequentes, uma relação estoque-uso mais apertada e custos elevados de fertilizantes e defensivos agrícolas põem em dúvida o novo patamar normalizado de preços dos alimentos.

### Preços de diferentes commodities ao longo de 2020 e 2021

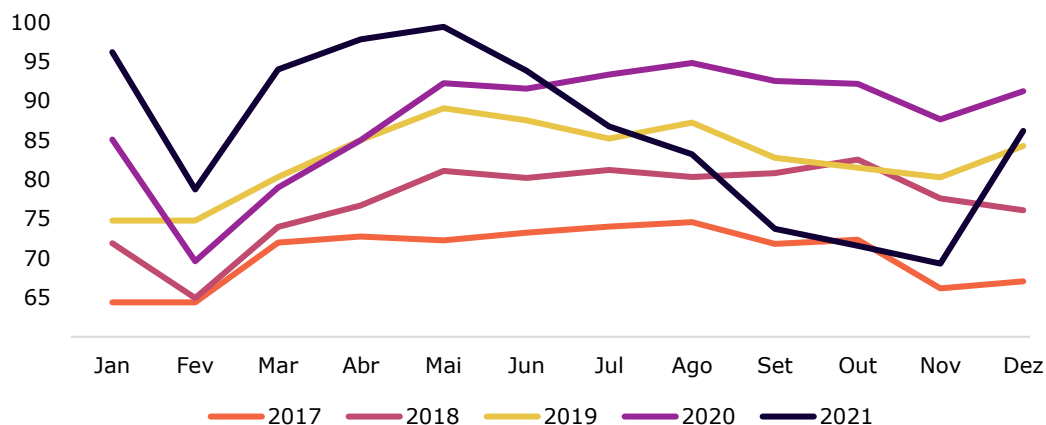


Fontes: Platts, Risi, Bloomberg.

Em termos de preços das ações do setor, o *bull rally* de *commodities* começou no final de 2020. Apesar de 2021 se iniciar com um janeiro difícil, o período após o ano novo Chinês foi excepcional, com destaque para abril de 2021. O pico de preço da maioria das ações se deu maio de 2021. Depois desse período, o panorama das empresas ficou mais desafiador: 1) indicadores de China indicavam que provavelmente já teríamos passado do pico de demanda, 2) não havia muito mais para onde os preços de *commodities*, no geral, aumentarem com uma demanda que podia desaquecer a qualquer momento (sem incluir petróleo nesse pacote). Do ponto de vista macro, o meio do ano viu um FED mais complacente com a inflação já que a autoridade monetária supunha que ela seria mais temporária que permanente. Um FED mais complacente fez a tese de *rotation* cair por terra por algum tempo se não houvesse desacordo da premissa sobre a tendência inflacionária.

O resultado foi diferente em cada *commodity*. Nas *commodities* cuja oferta não foi cortada (e.g. ferro e cobre), o preço caiu consideravelmente por um período. Em outras, com problemas de oferta, o preço manteve-se em patamares altos, mesmo que caindo um pouco (e.g. aço e alumínio). Commodities menos ligadas a China se saíram melhor (e.g. petróleo e agrícolas ex-soja). No fim, a partir do final de julho de 2021, tivemos um ano bem desafiador para *commodities*.

## Produção mensal de aço na China (milhões de toneladas)

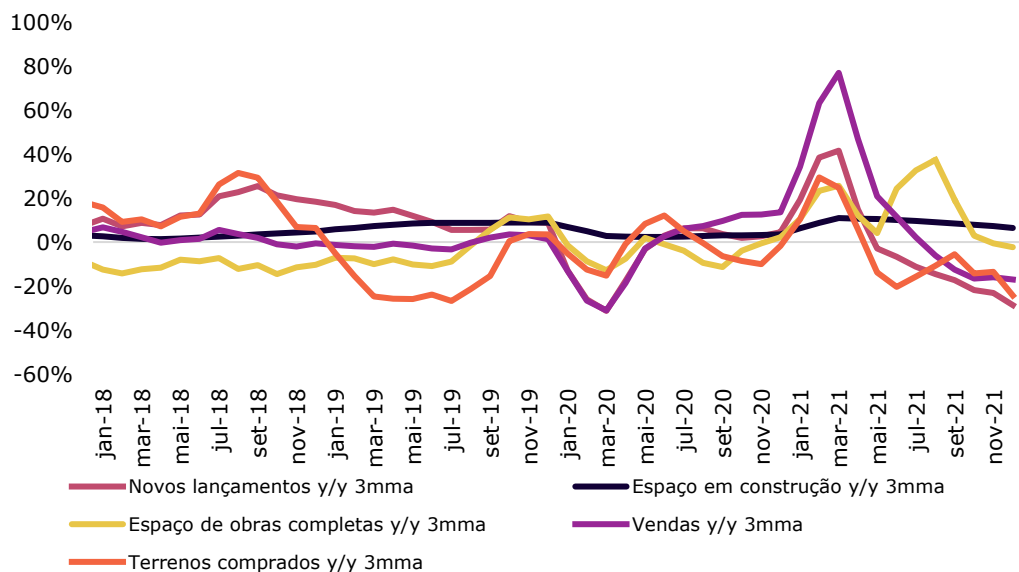


Fontes: Platts, Risi, Bloomberg.

Tivemos posição em empresas de celulose e em Vale no início de 2021. Zeramos nossa alocação de celulose quando vimos sinais de queda de preço e saímos de Vale logo após o resultado do 2Q21 por acharmos que o risco de preço era para baixo e o risco-retorno não estava mais interessante. Temos mais opinião acerca da assimetria e risco-retorno que sobre o preço absoluto em si da commodity ou da ação. Em aço, mantivemos nossa posição em Gerdau, que seguiu como a única *commodity* ex-petróleo na carteira. Enquanto isso, tivemos Petrobrás em tamanhos diferentes por quase todo o ano e focamos em casos micro, como PetroRio e 3R Petroleum, cuja *commodity* estava ajudando mas que não era essa a explicação principal para sermos acionistas.

Mantivemos essa postura até que a China desse sinais de inflexão. Os sinais vieram em novembro de 2021 e principalmente em dezembro, na nossa visão. Acompanhando a China de perto, julgamos que o pior momento foi em outubro de 2021, um período marcado pela crise da Evergrande e pela crise energética chinesa que implicou em cortes relevantes na produção de aço, cimento, alumínio e papel em diferentes províncias chinesas. Dali para frente, estávamos esperando mais uma melhora que uma piora. A assimetria tinha ficado interessante novamente e voltamos a aumentar nossas posições em *commodities*.

## Construção continua como o setor problema na China



Fontes: Platts, Risi, Bloomberg.

Do ponto de vista macro, a tese de um FED conivente com uma inflação temporária que permitia ficar “*behind the curve*” caiu por terra no final de 2021. Dados piores de inflação e uma mudança de tom levaram o mercado à narrativa anterior e parecia que tínhamos voltado para final de 2020. Dessa vez, contudo, com preços de *commodities* em níveis muito mais altos e com a China prestes a adicionar demanda por *commodities* e não mais em um pico de estímulos.

Depois de uma montanha-russa de movimentos, terminamos 2021 em tom parecido com o que começamos do ponto de vista macro/ estratégia: *rotation* para *value* e *commodities* deve ter suporte para continuar. Esperamos um bom ano para *commodities* com a China em processo de *easing* principalmente após o ano novo chinês. Mais que isso, os *valuations* estão muito discrepantes e algumas pressuposições de novos patamares de preços normalizados de algumas *commodities*, como aço, foram testadas no pior momento do setor. Além de testadas, parecem ter sobrevivido.

O mercado parece precificar topo de ciclo, ou seja, que as *commodities* necessariamente têm que cair e por isso as empresas estão negociando a múltiplos baixos. Dessa maneira, a cada trimestre que as *commodities* continuem fortes, as empresas gerarão muito caixa em relação ao seu valor de mercado. Como todas estão com o balanço forte - algo bem diferente de cinco anos atrás - acreditamos que parte relevante dessa geração de caixa possa voltar aos acionistas em forma de dividendos.

Nossa alocação hoje reflete essa tendência melhor para o setor. Temos Vale, Usiminas e Gerdau, que acreditamos ter *valuations* muito baratos. Gostamos também de casos micro que podem sofrer no curto prazo com flutuações em *commodities*, mas que enxergamos como ganhadores estruturais em suas próprias histórias, como 3R Petroleum, PetroRio e Cosan. Também procuramos teses em que o mercado está muito conservador com geração de resultado e bom *momentum*, como Suzano e Klabin. Temos ainda uma empresa relacionada à indústria de petróleo, a Tenaris. Ela produz os tubos necessários para quem quiser investir no setor. Acreditamos que com os preços do petróleo nos níveis atuais e a falta de investimentos no setor nos últimos anos, a demanda da Tenaris deve subir bastante esse ano.

# ENCORE AÇÕES FIC FIA

Janeiro 2022

## Rentabilidade

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2021	Fundo	-	-3,24%	-0,91%	4,35%	3,62%	2,49%	-2,37%	-0,31%	-5,89%	-10,37%	-3,41%	1,30%	-14,64%
	Ibovespa	-	-4,37%	6,00%	1,94%	6,16%	0,46%	-3,94%	-2,48%	-6,57%	-6,74%	-1,53%	2,85%	-8,90%
2022	Fundo	2,92%												
	Ibovespa	6,98%												

## Dados Estatísticos

Desde o início		Meses positivos	Meses negativos	Meses acima do benchmark	Meses abaixo do benchmark	Maior retorno mensal	Menor retorno mensal	Retorno acum. desde o início (%)
	Fundo	5	7	6	6	4,35%	-10,37%	-12,15%
Ibovespa	6	6	-	-	6,98%	-6,74%	-2,54%	

## Dados do fundo

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.751.366/0001-02
Taxa de Administração	2,00% a.a.**	Patrimônio Líquido***	R\$ 9.386.467
Taxa de Performance	Semestralmente 20% sobre o que exceder o Ibovespa	Patrimônio Líquido médio dos últimos 12 meses	R\$ 7.447.147
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Patrimônio Líquido do MASTER***	R\$ 113.580.821
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Tributação	Renda Variável
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Público Alvo	Público Geral
Cota Aplicação	D+1 (dias úteis)	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Cota Resgate	D+30 (dias corridos)	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Liquidação Resgate	D+2 (dias úteis) após a cotização	Gestor	Encore Asset Management

# ENCORE LONG BIAS FIC FIM

Janeiro 2022

## Rentabilidade

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2021	Fundo	-	-3,27%	-1,81%	5,23%	2,56%	2,37%	-1,22%	0,35%	-6,49%	-12,36%	-3,35%	1,41%	-16,44%
	Benchmark	-	0,59%	1,06%	0,93%	0,69%	0,95%	1,04%	1,17%	1,33%	1,40%	1,64%	1,28%	12,75%
2022	Fundo	5,29%												
	Benchmark	1,03%												

## Dados Estatísticos

Desde o início		Meses positivos	Meses negativos	Meses acima do benchmark	Meses abaixo do benchmark	Maior retorno mensal	Menor retorno mensal	Retorno acum. desde o início (%)
	Fundo	6	6	5	7	5,29%	-12,36%	-12,02%
Benchmark	12	0	-	-	1,64%	0,59%	13,92%	

## Dados do fundo

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.487.351/0001-89
Taxa de Administração	2,00% a.a.**	Patrimônio Líquido***	R\$ 42.587.024
Taxa de Performance	Semestralmente 20% sobre o que exceder o IPC-A + yield IMA-B 5+	Patrimônio Líquido médio dos últimos 12 meses	R\$ 37.270.702
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Patrimônio Líquido do MASTER***	R\$ 261.315.610
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Tributação	Renda Variável
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Público Alvo	Público Geral
Cota Aplicação	D+1 (dias úteis)	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Cota Resgate	D+30 (dias corridos)	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Liquidação Resgate	D+2 (dias úteis) após a cotização	Gestor	Encore Asset Management

\*\*1,88% a.a. + 0,12% a.a. do MASTER \*\*\*PL em 31/01/2022. Fonte: Encore.

Para mais informações, acesse [www.encore.am](http://www.encore.am).

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso. A Encore Asset Management não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investidor deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. A estratégia, da forma como é adotada, pode resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo apresentado pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. A rentabilidade passada não é garantia de resultados futuros. A Encore Asset Management não distribui quotas dos fundos de investimento sob sua gestão. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.s3dtvm.com.br/fundos/Informacoes-aos-Cotistas.cfm>. SANTANDER CACEIS BRASIL DTVM S.A., CNPJ: 62.318.407/0001-19, Rua Amador Bueno, nº 474 - 1º andar - Bloco D - Santo Amaro - CEP 04752-005, www.s3dtvm.com.br, SAC: sc\_faleconosco@santandercaceis.com.br ou 0800 722 4412. Ouvidoria: sc\_ouvidoria@santandercaceis.com.br ou 0800 723 5076.

