



encore
asset management



Carta 3
Dinheirinho e Dinheirão *Reload*
Março 2021

Dinheirinho e Dinheirão *Reload*

Completamos nosso segundo mês de fundos em março. Por motivos regulatórios, ainda não podemos comentar sobre a performance, então vamos aproveitar para revisitar a nossa abordagem.

Valor Justo de um Ativo

O valor justo de um ativo qualquer, seja uma ação da bolsa, um título de renda fixa ou mesmo um apartamento que te dá renda de aluguel é igual ao valor presente dos fluxos de caixa futuros. A conta matemática é simples. A dificuldade está em estimar esses fluxos e a taxa para trazê-los para valores de hoje. Vamos focar na matemática um pouco...

Vamos imaginar que compramos uma empresa bem previsível chamada Previsível S.A., cujo *ticker* é PREV3. Ela paga hoje um dividendo de R\$ Div (uma variável qualquer) e esse dividendo crescerá $g\%$ por todos os anos até o fim das nossas vidas. Qual o valor justo de PREV3? É só lembrar dos nossos tempos de colegial o conceito de uma soma de fluxos infinitos, ou, nos termos que aprendemos, as progressões geométricas. A soma de uma progressão geométrica infinita é dada pela fórmula a seguir:

$$S_n = \frac{a_1}{1 - q}$$

Sendo a_1 o primeiro termo da sequência e q a razão em que os termos crescem.

Qual é a progressão geométrica que definiria a soma dos dividendos de PREV3? Nos anos 50, Myron J. Gordon ficou famoso por publicar com Eli Shapiro o que ficou conhecido como *Gordon Growth Model*, ou GGM. O conceito é razoavelmente simples. No ano 1 receberemos R\$ Div . No ano 2, receberemos R\$ $Div * (1 + g\%)$. No ano 3, R\$ $Div * (1 + g\%)^2$, assim por diante. Para estimarmos quanto PREV3 vale hoje, precisamos trazer esses fluxos futuros ao valor presente pela taxa de juros que você escolher, digamos, $r\%$. O valor justo de PREV3, portanto, é dado pelo somatório abaixo:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} Div \frac{(1 + g)^t}{(1 + r)^t}$$

Com um pouco de matemática que pouparemos o leitor, e inspirado na fórmula da progressão geométrica infinita, dado que $r < 1$, a fórmula acima pode ser simplificada para a seguinte:

$$P = \frac{Div(1 + g)}{r - g} = \frac{Div_1}{r - g}$$

Sendo Div_1 o dividendo do ano seguinte, que é algo técnico e menos importante aqui. Pronto, todos sabemos facilmente determinar o valor que consideramos justo para PREV3, mas o que nos interessa agora é analisar os componentes da equação. Fica claro que:

- (1) PREV3 se valoriza se te der mais dinheiro, ou seja, se Div_1 crescer;
- (2) PREV3 se desvaloriza se a taxa de juros aumentar, ou seja, se r crescer;
- (3) PREV3 se valoriza se crescer mais que o esperado, ou seja, se g crescer;

Vamos dar um passo adiante? Sabemos que não necessariamente o dividendo de uma empresa é igual ao próprio lucro. Vamos então dividir os dois lados da equação por L , o lucro estimado do ano seguinte de PREV3. Temos:

$$\frac{P}{L} = \frac{\frac{Div_1}{L}}{r - g} = \frac{Payout}{r - g}$$

Payout é um termo conhecido dos investidores, ou seja, quanto do lucro a empresa distribui em dividendos. Existe também uma relação entre o *Payout* e o g , mas vamos deixar isso de lado. Já o P/L é um famoso múltiplo presente em 100% das conversas entre dois analistas. Uma forma simples e rápida de tentar estimar se a empresa está ou não barata. A fórmula acima estimaria um P/L justo para PREV3.

A abordagem macro e micro

Porém, sabemos que na realidade não existe a Previsível S.A. O trabalho para estimar se o investimento em uma determinada empresa vale ou não a pena passa, portanto, por estimar se o time discorda do mercado em quaisquer variáveis da fórmula acima. Exemplos:

- (1) Você pode comprar uma ação que negocia a $P/L = 10$ achando que ela deveria valer $P/L = 12$. Nesse caso, você está discordando do mercado sobre o *Payout*, na taxa de juros ou no crescimento estimados pelo mercado. Esse modelo é conhecido no mercado como apostar no *re-rating* da ação, dado que seu múltiplo se aprecia;
- (2) Você pode comprar uma ação que negocia a $P/L = 10$ não por achar que ela deveria negociar acima, mas porque sua estimativa de lucro L é maior que a do mercado, afinal, por algum motivo você acredita mais em sua previsão de lucro do que na do consenso. Logo, se a empresa entregar sua expectativa, o mercado perceberá que aquele P/L que acreditava ser 10 era, na verdade, 8 e a ação se valorizará 25% para voltar aos justos $P/L = 10$. Não há *re-rating*, apenas discordância nas expectativas;

Apostas em *re-ratings* são, geralmente, mais utilizadas pelos gestores macro, que dedicam o próprio tempo olhando para variações de taxas de juros, PIB, inflação e por aí vai. O modelo que usamos na Encore é o segundo. Tentamos entender os negócios da melhor forma possível para, assim, tentarmos ver em quais empresas discordamos do consenso, tentando ganhar dinheiro independentemente de *re-ratings*, ou seja, mais foco no micro de cada negócio. O motivo de trabalharmos assim é que, para nós, é menos difícil nos diferenciar do consenso em ativos não necessariamente bem cobertos. Exemplo: Qual

tema você acredita que há mais gente olhando no exato momento: 1) a dinâmica da inflação americana e sua consequência nas taxas de juros por lá ou 2) o número potencial de lojas da Petz no Brasil, a penetração do seu *e-commerce* e, com isso, seu lucro potencial de 2022?

O fato do nosso foco ser micro não significa que ignoramos o macro, ou que ele não nos impacta. Impacta, e muito. Só acreditamos que investir uma parcela relevante do nosso tempo focando no macro não é bom, dado que dificilmente nos diferenciaremos do consenso. Vamos ter algumas opiniões, às vezes vamos pegar uma pequena oportunidade aqui ou ali, defender uma queda ou outra, mas certamente focando em macro, alocaríamos a maior parte do tempo e esforço em oportunidades pequenas de ganho.

Para nós, esse é o dinheirinho.

Preferimos gastar a maior parte do nosso tempo buscando teses em que conseguimos ter diferenciais. Alguns exemplos:

MercadoLivre MercadoLivre, ou MELI, é uma empresa que atua em diversos segmentos, sendo o principal o *marketplace*: uma estrutura virtual que une quem quer vender um produto com quem quer comprar. Segundo Webshoppers, o crescimento do *e-commerce* no Brasil de 2011 a 2020 foi de quase 24% ao ano. Segundo o Compre&Confie, 43 milhões de pessoas consumiram online, ou seja, pouco acima de um terço da população economicamente ativa. Esse crescimento secular deve permanecer dado que o varejo online no Brasil é muito subpenetrado. De acordo com diversas fontes, o *e-commerce* representa em torno de 10% do varejo total. Na China é 50%. Essa baixa penetração não é uma exclusividade do Brasil, é comum a todos os países onde o MercadoLivre atua.

Além disso, o *e-commerce* foi um dos segmentos mais beneficiados com a pandemia. O hábito de consumo mudou sensivelmente, e esse crescimento agora parte de uma base muito maior de clientes. Segundo Jefferies, 78% dos brasileiros pretendem gastar mais online quando a pandemia acabar. Apenas 12% pretendem gastar menos, e os outros 10% não sabem. A maioria dos respondentes citou o MercadoLivre como o site onde pretendem gastar mais. E esse crescimento virá, pois somos um país online. Temos a 3ª maior base de usuários de Instagram, 2º país que mais consome notícias via Twitter, 4º país no Facebook, 2º país no Youtube, 2º país em horas gastas no celular por dia, e tudo isso em termos absolutos, competindo com países bem mais populosos como a Índia.

A MELI está longe de ser somente o *e-commerce*. O potencial para seu business financeiro, o MercadoPago, é enorme. São diversas frentes de atuação como pagamentos, crédito, seguros, investimento etc. Como Bill Gates disse em 1994: "*Banking is necessary. Banks are not*". O maior desafio para as *fintechs* é o *cash-in*, ou seja, por que alguém mandaria um dinheiro para a plataforma? No caso do MercadoPago, o *cash-in* é natural pois, no mínimo, o dinheiro entra pela venda de produtos dos vendedores. Tudo isso com um nível de serviço muito diferenciado. Entrega no Brasil era 90% via Correios, hoje é menos de 10%. Na Argentina, quase 90% da entrega também é gerenciada por eles. O

MercadoEnvios, divisão que coordena as entregas, pode ser mais uma opcionalidade, dado que hoje não está nos preços.

Se preocupar com competição também não parece fazer tanto sentido, dado que MELI tem algo próximo de 35% de participação de mercado. Os competidores já estão aí. E esse negócio tem bastante efeito rede: Os clientes estão lá pois são infinitas as opções de vendedores, que também estão lá exatamente porque sabem que encontram muito mais clientes.

Tudo isso em um *valuation* em linha com as empresas comparáveis de fora, mas com muito mais opcionalidades. Qualquer negócio adicional que queiram entrar, dada a capilaridade que possuem, pode ser muito relevante. E as pessoas que tocam a empresa já provaram que são extremamente competentes e o céu é o limite para o que podem entregar nos próximos anos.

Para nós, esse é o dinheiro.

Intermédica Outro setor que acreditamos passar por uma transformação é o de saúde, infelizmente, pelo triste motivo da pandemia. Acreditamos que a demanda reprimida por saúde suplementar deve ter crescido bastante em um país que três quartos da população precisa contar com o sistema público de saúde. Quem mais ganhará com essa demanda crescente são os planos de saúde que conseguirem controlar melhor seus custos e praticar preços mais baixos atingindo um mercado potencial muito maior. É o caso da Intermédica e Hapvida, que são uma posição relevante do fundo. Essas empresas conseguem controlar seus custos por serem verticalizadas, ou seja, investem em estruturas próprias, como hospitais e laboratórios, e, com esse alinhamento de interesses, repassam seus ganhos de eficiência aos beneficiários por meio de preços menores.

Ainda no início de 2021, fomos surpreendidos com uma proposta de combinação entre os negócios da Hapvida e Intermédica. A operação já foi aprovada pelos acionistas e será submetida ao CADE, onde acreditamos que não terá problemas pela baixa sobreposição geográfica. Combinadas, a nova empresa deve ultrapassar os R\$ 100 bilhões de valor de mercado, tornando-se uma das maiores da bolsa, e estimamos sinergias em torno de R\$ 25 a 30 bilhões nas frentes de redução de sinistralidade, otimização de despesas administrativas, além de benefício de ágio decorrente da operação. A empresa resultante ganha, enfim, relevância nacional e, com isso, vemos um potencial de crescimento de receita bem interessante, principalmente quando pensamos em grandes contas de clientes corporativos com funcionários espalhados pelo Brasil. Além disso ainda tem muita geografia para a empresa conquistar.

Para nós, esse é o dinheiro.

Petz A Petz é outra empresa que desde o primeiro dia decidimos ser sócios. São poucas as vezes que encontramos uma empresa que apresenta tantas características positivas para investir. A empresa está inserida em um setor que tem apresentado um crescimento robusto há mais de 15 anos, crescendo nesse período 12% ao ano mesmo com as inúmeras crises que o país passou. Graças à gestão exemplar, desde que foi fundada, a Petz foi capaz de crescer a um ritmo de 50% ao ano, se tornando em 2020 a maior empresa do setor.

Isso é apenas o começo. Segundo a Euromonitor, a Petz tem apenas 6% do mercado.

Quando uma empresa acha um modelo tão vencedor, a consolidação se torna natural, basta abrir uma loja em uma nova geografia. Essa dinâmica nos lembra o setor de farmácias, onde a RaiaDrogasil, outra empresa do portfólio, ganhou *share* com execução exemplar e um modelo vencedor de lojas. Porém, até nesse aspecto vemos uma vantagem na Petz. Seu mercado é ainda mais pulverizado, tendo apenas um outro *player* privado com tamanho similar, enquanto os outros são muito menores. Assim como no mercado de farmácias, uma parcela importante do mercado é formada por empresas informais, muitas vezes familiares, que não tem o mesmo nível de gestão e escala para competir com a Petz. *Petshops* de bairro no Brasil são mais de 50% do mercado, enquanto em países mais desenvolvidos, como os EUA, esse número cai para apenas 9%.

Outro destaque foi a transformação digital acelerada pela pandemia que a companhia realizou. Em 2020, tornou-se o maior *player* do seu setor no segmento online, atraindo 50% do fluxo do segmento *pet* para seu site de acordo com a Conversion. Sua presença física nacional favorece muito a logística e entregas no online. Com isso, o crescimento de vendas online da Petz em 2020 foi de 342%, atingindo 26% de suas vendas totais.

Por fim, gostamos de empresas que apresentam opcionalidades, eventos que não estão nos nossos números, que acontecem em empresas com time de gestão acima da média. É o caso do time liderado pelo fundador Sérgio Zimmerman. Não ficaríamos surpresos se víssemos a empresa fazendo aquisições no curto prazo, implementando medidas para se tornar cada vez mais um ecossistema do universo *pet*.

Para nós, esse é o dinheiro.

E o que mais gostamos de fazer.

Encore

Mesmo em um mês difícil para o mercado e com quase todos trabalhando remotamente, continuamos bem animados com a união do time e com os processos que criamos.

Processos Por exemplo, nesse mês fizemos nossa primeira reunião *post-mortem*, uma reunião em que analisamos tudo que deu certo e errado até agora, seus motivos e o que podemos melhorar. Parece uma reunião chata, onde dedos são apontados, mas na verdade, quando o time é gente boa, acontece o oposto: todos querem melhorar, e em sua maioria, os erros são apontados pela própria pessoa que os cometeu. Dessa forma, nossa meta é só cometer erros novos. A reunião foi tão boa que decidimos que sua periodicidade será mensal.

Abandonamos as apresentações de casos de investimentos em *powerpoints*. O analista perde muito tempo deixando aquilo bonito, apresenta e depois nunca mais ninguém abre. Nossa apresentação de caso é um longo questionário preenchido que chamamos de *Framework* de Análise. As análises preenchidas ficarão eternamente guardadas e de fácil acesso em nosso Evernote e

acreditamos que essas notas serão fundamentais para a evolução da nossa análise e para o estudo do processo nas reuniões *post-mortem*, afinal, toda a evolução do que estudamos sobre a empresa estará lá, guardada cronologicamente. Esse mês revisitamos o questionário para deixá-lo um pouco mais enxuto, pois percebemos duplicidade em algumas perguntas.

Nosso time *quantamental* definiu, esse mês, seu processo de trabalho baseado em *scrum* com o objetivo simples de conseguir trabalhar juntos de maneira mais simples e rápida. A apresentação do método para o time inteiro foi bem divertida, pois não só entendemos todas as *buzzwords* como *sprint*, *scrum master* e outras, mas também achamos curiosas as definições de prioridades e dificuldades usando sequência de Fibonacci. Achamos que a evolução desse processo pode trazer bons ensinamentos para a empresa como um todo.

Nas próximas cartas contaremos mais sobre nossos processos. É uma das áreas em que a Encore quer se diferenciar.

Por fim, atingimos mais de 5200 clientes e, para cada um de vocês, muito obrigado pela confiança!

Encore Ações FIC FIA

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.751.366/0001-02
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 4.922.762
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 98.130.529
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o Ibovespa	Tributação	Renda Variável

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 31/03/2021.

Público alvo

Público Geral

Encore Long Bias FIC FIM

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.487.351/0001-89
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 30.226.504
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 218.909.043
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o IPCA, acrescido da média ponderada dos títulos que compõem o IMA-B 5+	Tributação	Renda Variável

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 31/03/2021.

Público alvo

Público Geral

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. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem 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. Fundos Multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com risco daí recorrentes. 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: <https://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. Encore Asset Management, CNPJ: 37.947.185/0001-56, Rua Iguatemi, 192 - 21º Andar - Itaim Bibi - CEP 01451-010, <https://encore.am>, comercial@encore.am ou +55 11 4632-4414.

