

encore
asset management



Carta 7
Prestação de Contas 1º Semestre
Julho 2021

Prestação de Contas 1º Semestre

Completamos nossos primeiros seis meses de vida agora no fim de julho.

Essa marca é importante por um motivo: é quando, pela regulação, podemos começar a falar publicamente sobre nossa performance. Como um dos pilares da Encore é a transparência, devemos celebrar. Acreditamos que ser transparente é a melhor forma de trazer conforto para nossos clientes, 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 indo mal, assim, tendo confiança que seu estilo de investidor é compatível com a nossa estratégia e, assim, fique conosco para o longo prazo.

Portanto, além das cartas — que até agora foram — mensais e os comentários em vídeo, pretendemos fazer, semestralmente, uma carta de prestação de contas. Essa é a primeira. Abordaremos o que deu certo, o que deu errado, mudanças, time, enfim, tudo que fizer sentido mostrar. Críticas e sugestões de o que mais colocar aqui serão sempre muito bem-vindas.

Primeiro semestre

Que momento para começar uma empresa! O mundo parecia sair melhor da pandemia do COVID-19 quando vieram as segunda e terceira ondas. O mercado, essa entidade arisca e bipolar, passou a se importar menos com fundamentos e mais com grandes temas como a reabertura dos mercados, a volta da inflação com crescimento — *reflation* — no começo do semestre e a volta da inflação sem crescimento — *stagflation* — agora, penalização de empresas de crescimento, busca pelos portos seguros que, de forma surpreendente, viraram as *big techs*, busca por commodities, cuidado com commodities, enfim, vimos e vivemos de tudo nesses seis meses. E com mudanças bruscas!

Fevereiro No nosso primeiro mês, fevereiro, vimos o índice abrir subindo 5% e depois entregar 9% mesmo com os resultados das empresas tanto aqui quanto lá fora indo bem. Foi também um mês de bastante volatilidade política — algo com o qual estamos acostumados no Brasil — com a saída do Roberto Castello-Branco da presidência da Petrobras que fez a ação da empresa desabar. Outro destaque do mês foi a série de *IPOs*, alguns bastante eufóricos como o de uma empresa de tecnologia que chegou a dobrar no primeiro dia e desde então já cai mais de 65%. Abrimos o mês bem, conseguindo performar melhor que o índice em alta, mas erramos feio ao não conseguir defender a queda. Estávamos muito otimistas, com 100% de exposição líquida no *long bias*, e isso foi um erro. Chegamos a estar 2 pontos percentuais melhor que o índice e fechamos o mês perdendo. A pior parte do semestre ainda estava por vir: o mês seguinte.

Março Março foi um mês bom para o índice e ruim para a nossa carteira. A volatilidade política continuou e logo no começo do mês a PEC emergencial fez o mercado sofrer, mas acabou passando bem no congresso. Depois, no dia 8 de março, a anulação das condenações do ex-presidente Lula trouxe a eleição de 2022 à

valor presente. De qualquer forma não foram esses fatos que mais nos prejudicaram, e sim o início da preocupação com a inflação nos EUA e que levou a taxa de juros a subir bastante por lá, penalizando as empresas de crescimento por consequência. Além disso, a vacinação estava indo bem lá fora e o mercado passou a comprar o tema da reabertura econômica, prejudicando empresas como as de e-commerce. Foi um mês em que commodities, bancos e algumas varejistas foram bem, ou seja, os grandes pesos do índice Bovespa, porém, nossa carteira era (e ainda é) bem descorrelacionada com o índice. Ficamos para trás no mês. Nossa maior posição, Mercado Livre, sofreu bastante, além de outros casos de crescimento como Petz e Rede D'Or. São casos seculares e é normal ficarem para trás no curto prazo, mas não foi agradável ficar tanto para trás logo no segundo mês do fundo. Por mais que o micro dessas empresas não tenha se alterado em nada, consideramos que também houve um erro aqui. Essa possível penalização nas empresas de crescimento pela preocupação com inflação americana era algo que estávamos monitorando de perto, mas ficamos no conforto do micro e enfrentamos o vento contrário com uma posição em Mercado Livre maior do que deveríamos ter. Nosso hedge natural na carteira, commodities, não era grande o suficiente para compensar nosso grande peso nas ações de crescimento. A partir daí começamos a busca pela recuperação do gap que o índice abriu contra a gente.

Um acerto de março foi zerar a posição em Suzano. Ainda estávamos muito otimistas com commodities, mas não com celulose, pois os primeiros sinais de pico de ciclo tinham começado a aparecer. Um indicador que gostamos de ver, o *resale price* — que é por quanto o produtor de papel da China revende sua celulose — tinha começado a cair, indicando que ele estava ganhando mais dinheiro revendendo a celulose do que produzindo papel. Foi uma boa hora para sair da posição que, até então, era uma das maiores da carteira.

Abril em diante De abril em diante fomos recuperando aos poucos. Abril foi um mês calmo de notícias e maio não caiu como a sazonalidade aponta, deixando o pessoal do "*sell in may and go away*" desapontado. A economia mostrava sinais fortes tanto no Brasil quanto nos EUA. Começamos a ver resultados muito acima do esperado com as varejistas americanas. No Brasil, depois de alguns dados fortes, os bancos começaram a revisar agressivamente as estimativas de PIB para 2021 de algo perto de 3% para acima de 5%. Isso nos ajudou a ficar otimistas e acompanhar a alta dos 120 mil pontos do Ibovespa no início de abril até os 130 mil do começo de junho. Esse otimismo também beneficiou nossa moeda, que voltou dos 5,80 chegando perto dos 4,90. Foi em junho que aconteceu algo muito interessante para nossa carteira: estávamos sofrendo com nossas posições de crescimento por causa da expectativa de inflação americana e, quando o FED virou a mão no discurso — mudando para uma postura mais preocupada — os juros longos americanos começaram a ceder, beneficiando nossas posições. O vento macro parece ter mudado desde então e o micro continua muito bem.

Julho Por fim, em julho conseguimos continuar fechando o gap aberto nos primeiros dois meses, mas dessa vez conseguindo defender parte da queda que o índice sofreu. Os fundos, que chegaram a estar por volta de 10 pontos percentuais atrás do IBOV, agora estão por volta de 2 a 3 pontos percentuais atrás. Para o Encore Ações, não é uma performance de se orgulhar, já que mesmo com o

fato de a gente não se importar em nada com o índice, queremos sempre performar melhor do que nosso competidor sem custo, que é o fundo passivo. Para o Encore Long Bias, fundo de retorno absoluto e dado alguns padrões de risco que falaremos mais adiante, poderia até ser considerada uma performance OK, mas não estamos felizes. Dava para ter sido melhor se evitássemos alguns erros dos primeiros meses, como comentamos.

A carteira

Apresentamos, pela primeira vez, nossa carteira e como a construímos.

Encore Ações x Encore Long Bias 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 dos dois fundos: no Encore Long Bias temos mais liberdade. Na maioria das vezes, usamos essa liberdade para defender a carteira, comprar hedges e calibrar o risco do portfólio. Além disso, costumamos construir outras estratégias para buscar gerar um retorno descorrelacionado a mais para o fundo. São elas:

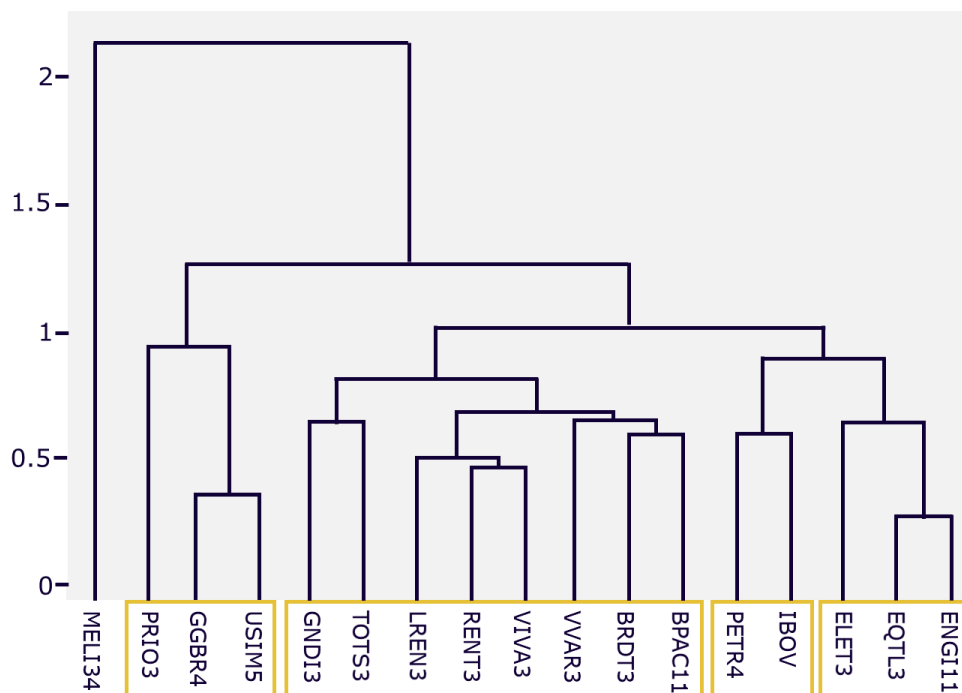
- *Estratégia Long-Short*: quando vemos alguma oportunidade relativa, especialmente dentro de um mesmo setor. Construímos um par comprado na ação que preferimos e vendido na ação que preterimos. Essa operação não consome caixa, mas consome risco. Tentamos fazer pares pequenos, porque não é a estratégia principal do fundo.
- *Hedge Book*: como falamos, gostamos de calibrar a exposição direcional do Encore Long Bias com nossa estratégia de hedges. No começo do fundo, essa estratégia estava zerada, logo, o Encore Long Bias estava totalmente exposto na carteira principal. A partir de junho, levamos o fundo para uma exposição líquida menor (variando entre 60% e 80%), o que foi bom para defender o fundo nas quedas. 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 formas mais inteligentes de proteger o fundo e, na maioria das vezes, é diminuindo a carteira principal.
- *Estratégias Quantitativas*: aqui é a grande novidade na Encore e que estamos muito animados! Apesar de ainda pequenas, estamos rodando quatro estratégias quantitativas diferentes, todas neutras em exposição e buscando retorno descorrelacionado. Essas estratégias ainda respondem por apenas 10% do patrimônio bruto (5% comprado e 5% vendido) do Encore Long Bias, mas deverão crescer com o tempo à medida que novas estratégias entrem no fundo.

Apesar de parecer complicado, os fundos são extremamente simples: Investimos em empresas buscando 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 em papéis ou teses específicas. A meta é no médio prazo compor bons retornos e, em prazos maiores, estar entre os melhores.

Como sabemos se 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: o dendrograma da nossa carteira.

Dendrograma – Carteira Encore^[1]

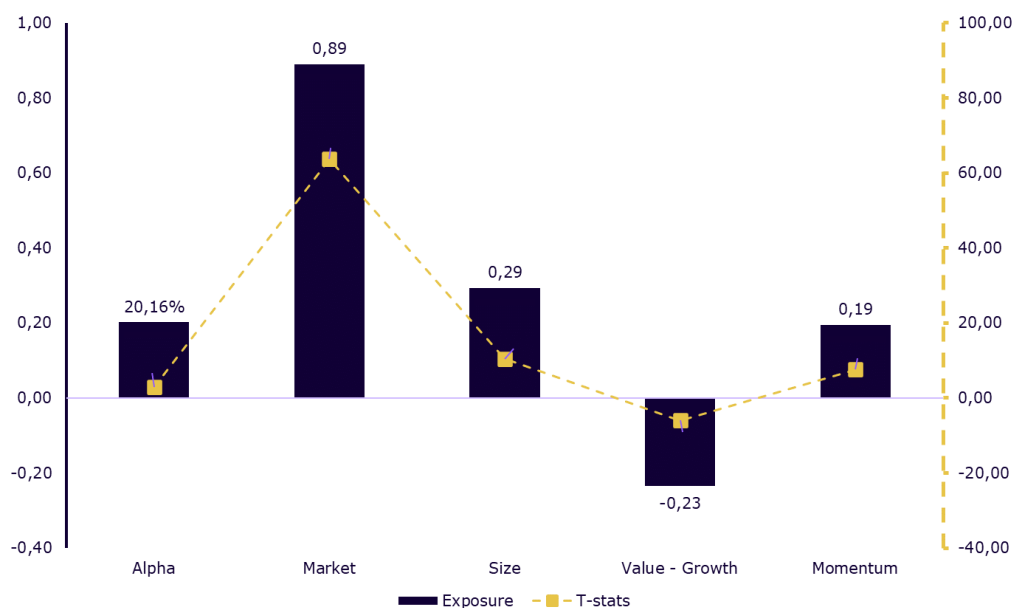


[1] A carteira tem mais papéis. Escondemos algumas ações que são pequenas, que estamos montando/desmontando posições, ou que não tem histórico suficiente para entrar no estudo.

O que o gráfico mostra? Complicando: é um estudo usando *machine learning* para avaliar o grafo hierárquico entre os papéis e não um grafo totalmente conectado como pressupõe Markowitz. Simplificando: é a distância entre as correlações dos papéis. Assim, sabemos que MELI e VVAR3 são bem descorrelacionadas apesar de estarem no mesmo setor, por exemplo. Saberemos também se, em uma eventual troca, o portfólio se comportará diferente ou se estamos trocando “seis por meia dúzia”.

Além disso, conseguimos sempre monitorar como está nossa carteira em relação a fatores de estilo:

Abertura da Carteira Encore em Fatores de Estilo



Contribuições para a performance

Negativas As principais contribuições negativas para o fundo nesse semestre foram, na ordem:

- Mercado Livre: Como falamos, foi impactada pela rotação para fora de ativos de crescimento dada a expectativa de inflação nos EUA. É ainda nossa maior posição, dado que no micro a empresa continua entregando muito e com várias *opcionalidades* para capturar, como explicaremos adiante.
- B3: Encerramos nossa posição com prejuízo no dia do anúncio da saída de um conselheiro e aumento do barulho de competição. Gostamos da empresa e achamos barata, mas decidimos encerrar diante da falta de visibilidade do que será o futuro em um ambiente mais competitivo. Foi uma boa decisão, pois o papel continuou caindo depois.
- Notre Dame Intermédica: É uma das ações que mais gostamos desde quando rodávamos nossas carteiras teóricas antes de o fundo existir. Demos azar no timing: seria uma das maiores posições em janeiro quando subiu bastante após o anúncio da fusão com a Hapvida, porém, o fundo começou em fevereiro e a ação não reagiu bem depois da alta. Continuamos gostando muito e é nossa terceira maior posição. Por ser verticalizada e conseguir controlar bem seus custos, consegue oferecer uma opção de saúde suplementar a um custo acessível exatamente quando a demanda reprimida por planos de saúde deve ter subido bastante com a pandemia.
- Lojas Renner: Ainda temos uma posição média, porque confiamos muito na execução da empresa e acreditamos que será uma das maiores beneficiadas com a reabertura da economia. Como vimos lá nos EUA, acreditamos que as vendas surpreenderão para cima.

Positivas As principais contribuições positivas para o fundo nesse semestre foram, na ordem:

- Vale: A ação foi bem com a cotação do minério de ferro indo para as máximas. Capturamos bem, dado que Vale era a maior posição do portfólio junto com Mercado Livre. Um dos motivos para isso é que as duas funcionavam muito como hedges uma da outra. É o que falamos sobre construção de um portfólio balanceado. Nossa melhor contribuição compensou a nossa pior. Encerramos a posição recentemente apesar de acharmos a ação barata. Acreditamos que há opções melhores no setor de commodities para equilibrar o portfólio, como aço e petróleo.
- Méliuz: Uma posição muito pequena, mas que fez toda a diferença para a gente no semestre. A empresa conseguiu apresentar um crescimento fantástico e novas *opcionalidades* como as aquisições da Picodi e Acesso. O mercado recompensou com uma alta fantástica de mais de 350% no ano. Segue sendo uma posição que gostamos.
- BTG Pactual: Gostamos muito da tese do *financial deepening*, ou seja, a transformação que o mercado brasileiro está passando com juros decentes e educação financeira. Como a ação foi muito bem, ainda mantemos na carteira, mas agora como uma posição menor.
- Suzano: Estávamos muito otimistas com celulose no começo do fundo, foi uma boa contribuição e, como falamos antes, encerramos bem essa posição ao acreditar que o ciclo estava próximo de virar. Em commodities deve-se tomar muito cuidado sempre.

Hoje Como está a carteira hoje? Nossas principais posições são:

- BR Distribuidora: *Valuation* barato e abaixo dos *peers* de qualidade, iniciativas internas de corte de custos que devem melhorar os resultados estruturalmente, oportunidades de crescimento via M&A e um management de qualidade que acreditamos que pode levar a empresa para outro patamar no futuro. Além de um bom cenário estrutural, achamos que o mercado está conservador com o cenário conjuntural da empresa, dado que volumes de combustíveis tendem a voltar rapidamente e demanda de usinas de energia térmica será muito alta com a crise hídrica.
- Equatorial: Um dos nossos compounders preferidos. Executa muito bem as atuais concessões de distribuição, com resultados relevantes de melhora operacional ainda por vir dos ativos recém adquiridos. Soma-se a isso o atual foco estratégico nas potenciais avenidas de crescimento em infraestrutura no país, mais especificamente o segmento de saneamento. Tudo isso num momento de crescente geração de caixa, com início da operação dos ativos de transmissão, e um valuation atrativo em relação ao seu histórico.
- EspaçoLaser: Retornos marginais sensacionais na expansão para novas lojas, entrando em diversos novos mercados (no Brasil e no exterior), muito espaço para crescer em cima de formas mais ultrapassadas de depilação como a cera

e, por fim, tem a *opcionalidade* da EstudioFace, o braço da empresa em estética.

- Localiza: Setor está sofrendo um vento contrário diante da falta de chips e produção limitada de veículos, mas confiamos muito que é conjuntural e que o setor crescerá muito em diversas avenidas. A possível fusão com Unidas é transformacional para as duas empresas.
- Lojas Renner: Execução premium no setor, demanda reprimida pela pandemia e dinheiro no caixa para fazer boas aquisições e fortalecer a parte digital após capitalização recente feita pela companhia.
- Mercado Livre: Sempre que vemos o que Mercado Livre pode entregar nos próximos anos ficamos muito animados. Com a queda do papel, o *valuation* está razoável. O *marketplace*, o principal negócio hoje, segue crescendo de forma robusta. Por fora, o Mercado Pago segue crescendo e será uma das maiores *fintechs* do Brasil. São diversas outras *opcionalidades*, como propagandas no site, serviços e até entregas.
- Notre Dame Intermédica: Como falamos, gostamos do fato de que ela é verticalizada e controla bem os custos. Além disso, acreditamos que a fusão com Hapvida é transformacional para a companhia, permitindo controlar ainda mais os custos, tendo abrangência nacional e, com isso, aumentando seu mercado potencial.
- Petrobras + PetroRio: Gostamos da commodity no curto prazo por achar que a demanda crescerá com a reabertura. Petrobras está bem barata e gerando muito caixa. PetroRio tem uma boa história de aquisições e melhorias operacionais técnicas, além de compor bem o portfólio, como falamos.
- Petz: Uma empresa que cresce muito em um setor que cresce muito. O modelo de negócios é tão bom que não precisa fazer grandes fusões, pois quando entra em uma nova cidade, ganha espaço em cima dos *pet shops* de bairro. Tem crescido bem a operação online e agora, com a aquisição da Zee.Dog, abre vários outros caminhos de crescimento. Humanização dos pets cresceu muito com a pandemia. Quem tem cachorro ou gato sabe o que estamos falando.
- Rede D'Or: Execução impecável em um setor de crescimento secular. Por ter um excelente histórico de aquisições, já tem experiência suficiente para fazer bons investimentos no preço certo. Quando assumem algum hospital novo, trazem melhorias operacionais e financeiras.
- Via: O mercado ainda não precifica a Via (antiga Via Varejo) como uma empresa de tecnologia e é exatamente agora que as entregas mais importantes do time que assumiu a companhia em 2019 aparecerão. No primeiro semestre entregaram o *onboarding* de *sellers*, ou seja, a tecnologia que permite as lojas terceiras vender na Via de forma tão fácil quanto nos concorrentes. Agora é a hora de entregarem as ferramentas para aumentar a conversão de vendas. Chegando cada vez mais perto de entregar o que outros *marketplaces* entregam no Brasil, o *valuation* não faz o menor sentido. É muito barata.

- Vivara: Com a redução da Pandora no Brasil, navegará praticamente sozinha com muita opção de shoppings para entrar dada a pandemia. Tem feito um belo trabalho no online, um segmento onde atua sozinha, uma vez que não é comum as pessoas comprarem joias em plataformas de e-commerce

Importante: somos pagos para mudar de opinião! Amanhã qualquer uma dessas empresas citadas poderá sair da carteira, cedendo lugar a outra que gostarmos mais. Caso a gente mude de opinião, não avisaremos ninguém. Nosso compromisso é com o fundo e nossos clientes. **Repetindo:** somos pagos para mudar de opinião.

Encore

Estamos muito felizes com o andamento da companhia nesses primeiros seis meses. O que planejamos fazer na construção da companhia está sendo seguido à risca. Estamos conseguindo manter a disciplina em nossos processos. Agora, em agosto, já teremos nosso segundo *Feedback 360º*, onde todos avaliam todos. É nítido como ser transparente deixa o time mais unido e o debate mais produtivo.

Já fizemos 31 reuniões de gestão oficiais, 30 reuniões de definição de tarefas e *deadlines* que chamamos de TGIF (*Thank God It's Friday*. Às vezes a reunião estica para a 2ª feira e ganha o nome de SIM: *Sorry It's Monday*), 5 reuniões *Post-Mortem*, onde lavamos roupa suja, estudamos nossos erros e revemos nossos processos, além de diversas outras reuniões no nosso processo. Todas devidamente registradas em ata.

Para minimizar vieses, temos o hábito de anotar tudo. Já acumulamos 1.834 notas no Evernote, sendo 677 de reuniões de análise.

Acreditamos que o foco quantitativo está dando certo. Nossa área de dados alternativos já captura mais de 15 Giga de dados por dia. São quase 8 mil *tasks* automatizadas rodando diariamente. Guardamos dados de 59 milhões de SKUs. Essa lista só cresce. São *Terabytes* de informação. O maior custo da Encore hoje é nossa infraestrutura de dados em nuvem. Acreditamos que esse é o diferencial do futuro.

Tudo isso de uma forma divertida, pois nada melhor do que fazer o que gostamos com pessoas que admiramos.

Muito obrigado pela confiança e que venham os próximos 40 anos.

ENCORE AÇÕES FIC FIA

Rentabilidade

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2021 Fundo	-	-3,24%	-0,91%	4,35%	3,62%	2,49%	-2,37%						3,75%	3,75%
Ibovespa	-	-4,37%	6,00%	1,94%	6,16%	0,46%	-3,94%	-	-	-	-	-	5,85%	5,85%

ENCORE LONG BIAS FIC FIM

Rentabilidade

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2021 Fundo	-	-3,27%	-1,81%	5,23%	2,56%	2,37%	-1,22%						3,65%	3,65%
Benchmark	-	0,59%	1,06%	0,93%	0,69%	0,95%	1,04%						5,37%	5,37%

ENCORE AÇÕES FIC FIA

Data de Início	29/01/2021
Taxa de Administração	2,00% a.a.**
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o Ibovespa
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização
CNPJ	37.751.366/0001-02
Patrimônio Líquido***	R\$ 9.008.480
Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Patrimônio Líquido do MASTER***	R\$ 133.444.988
Tributação	Renda Variável
Público Alvo	Público Geral
Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Gestor	Encore Asset Management

ENCORE LONG BIAS FIC FIM

Data de Início	29/01/2021
Taxa de Administração	2,00% a.a.**
Taxa de Performance	Semestralmente 20% sobre o que exceder o IPCA acrescido da média ponderada dos títulos que compõem o IMA-B 5+
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização
CNPJ	37.487.351/0001-89
Patrimônio Líquido***	R\$ 39.413.180
Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Patrimônio Líquido do MASTER***	R\$ 318.726.077
Tributação	Renda Variável
Público Alvo	Público Geral
Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Gestor	Encore Asset Management

1,88% a.a. + 0,12% a.a. do MASTER *Patrimônio líquido em 30/07/2021. Fonte: Encore Asset Management.



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. Fundos Multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com risco daí recorrentes. 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: <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_falecososco@santandercaceis.com.br ou 0800 722 4412, Ouvidoria: sc_ouvidoria@santandercaceis.com.br ou 0800 723 5076.