

## Carta Semestral – 2º semestre de 2021

O ano de 2021 terminou em clima de desalento no mercado financeiro brasileiro. Bolsa em queda, juros em alta e câmbio depreciado. As causas são conhecidas: inflação nas alturas, baixo crescimento econômico e sinais de desajuste fiscal.

Com isso, a indústria de fundos de ações brasileira teve um de seus piores anos da história recente. Embora o Ibovespa tenha fechado 2021 caindo 11,9%, muitos dos melhores fundos de ações do país tiveram quedas superiores a 15% (alguns de mais de 20%) e o fluxo de resgates se avolumou.

Embora nosso horizonte de investimentos seja consideravelmente superior a 1 ano, esse ajuste agudo nos preços dos ativos financeiros brasileiros é digno de nota por uma razão elementar: várias empresas listadas ficaram muito baratas. Somos da opinião de que, apesar de estarmos em ano de eleição presidencial, apesar dos riscos de desajuste fiscal, apesar do baixo crescimento econômico, há várias boas companhias brasileiras sendo negociadas a preços muito atrativos.

Em nosso portfólio Local (Brasil), temos atualmente um retorno esperado de mais de 26% ao ano. Este é um número chave, pois algo que cresce a uma taxa de 26% ao ano dobra de tamanho em 3 anos. O múltiplo de preço/lucro dessa carteira está em 12x, nível dos mais baixos que vimos nos últimos 5 anos. Por isso estamos com o fundo praticamente 100% alocado em ações.

Em paralelo, no mundo desenvolvido – e particularmente nos Estados Unidos – o assunto dominante continua sendo a alta das taxas de juros. O problema lá é o mesmo do Brasil, embora em proporção menor: a escalada da inflação. Conforme comentamos em nossa carta anterior, depois de muitos anos de política fiscal expansionista, chegou a hora de virar a chave. O Fed (banco central americano) já iniciou o ciclo de alta da *Fed funds rate* e agora o mercado se questiona sobre qual o ritmo e a intensidade dos aumentos.

Apesar de o aumento das taxas de juros no mundo desenvolvido ser um risco para os *valuations* no Brasil (pois o custo de oportunidade dos estrangeiros aumenta), acreditamos que o ajuste nos preços dos ativos financeiros brasileiros foi tão severo que o Brasil voltou a ser uma das melhores opções para investimento dentre as grandes economias.

Por outro lado, precisamente por conta da elevação das taxas de juros nos mercados desenvolvidos, estamos mais cautelosos com nosso portfólio Global. Continuamos confiantes em nossas empresas, mas no momento estamos 80% comprados em ações e temos algumas *puts* (opções de venda) para proteção do fundo em caso de um ajuste de preços mais agudo.

---

Ao longo do 2º semestre de 2021 juntaram-se à MOS mais 2 sócios-analistas: Thiago Duarte e Gabriel Carneiro. Com eles, nosso time passou a contar com 6 analistas e, portanto, nossa cobertura de empresas segue em expansão. Também no 2º semestre lançamos um novo fundo, o MOS Institucional FIA, que replica a carteira do MOS FIA, mas atende investidores em geral e fundos de pensão (veículo adaptado à Resolução 4661).

## MOS FIA

Em 2021, o MOS FIA teve um desempenho de -17,7%, versus +14,9% do IPCA + yield IMA-B 5+, -11,9% do Ibovespa e -16,2% do Índice Small Cap.

As empresas que contribuíram positivamente para o resultado do fundo no ano foram lochpe-Maxion, Camil, Mercado Livre e XP. Sobre lochpe-Maxion e Camil falaremos em uma próxima carta, pois, nessas companhias, o que aconteceu foi essencialmente uma correção de preços há muito devida. Quanto a Mercado Livre, um novo investimento, comentaremos a seguir. Sobre XP falamos em nossa última carta e, no momento, não há nada relevante a acrescentar. Do lado negativo, B3 e Ultra foram os destaques – e sobre elas comentaremos mais adiante. Por fim, falaremos sobre um outro novo investimento: PanVel.

	Contribuição para o Fundo 2021	Desempenho do Ativo 2021
lochpe-Maxion	0,7%	10,8%
Camil	0,7%	6,8%
Mercado Livre	0,4%	-17,3%
XP	0,0%	-27,1%
Eneva	-0,4%	-9,5%
Rumo	-0,5%	-7,3%
Guararapes/Riachuelo	-1,2%	-27,6%
Yduqs	-1,3%	-38,6%
Energisa	-1,3%	-8,8%
PanVel	-1,4%	-36,1%
M Dias Branco	-1,7%	-23,6%
Itaú	-1,8%	-14,9%
Fleury	-1,8%	-30,7%
Ultra	-2,0%	-37,5%
B3	-4,4%	-41,7%
Custos e Outros	-1,8%	NA
<b>MOS FIA</b>	<b>-17,7%</b>	<b>-17,7%</b>
IPCA + yield IMA-B 5+		14,9%
Ibovespa		-11,9%
Índice Small Cap		-16,2%

## Mercado Livre

Começamos a investir em Mercado Livre em meados de 2021. Como é do conhecimento de alguns, trata-se de uma empresa de e-commerce dominante na América Latina e de alto crescimento. Muito já se escreveu sobre seu *marketplace* (plataforma de comércio eletrônico) e sua *fintech*, o Mercado Pago – e, em tom nem sempre elogioso, sobre a suposta dificuldade da empresa de gerar resultados financeiros positivos. Portanto, escolhemos abordar, de maneira breve, um dos fatores que deve ajudar a companhia a incrementar seu lucro líquido: o aproveitamento da estrutura logística já existente para a cobrança, no curto prazo, de pequenas taxas dos vendedores parceiros (*sellers*) que

queiram deixar suas mercadorias nos centros de distribuição da empresa.

Por exemplo, no último trimestre, no México, quase 65% dos itens vendidos passaram pelos centros de *fulfillment* (arranjo em que a mercadoria do *seller* já está armazenada no centro de distribuição do Mercado Livre antes de ser vendida, para agilizar a entrega). É importante lembrar que essa proporção era de apenas 20% há dois anos; portanto, o serviço se mostrou de interesse do vendedor, pois ele não precisa se preocupar com a *last mile* (último trecho da entrega) e consegue também uma maior conversão (quantidade de produtos vendidos em relação à quantidade de visitas à página) em seus anúncios, dado que o comprador usualmente prefere receber o produto o quanto antes. À medida que a empresa consegue fidelizar sua base de vendedores (que costumam trabalhar com mais de uma plataforma), começa a haver espaço para cobrar pela solução logística. Uma analogia é a trajetória do YouTube: primeiro ofereceu vídeos de graça e sem anúncios, depois os incluiu.

Além deste exemplo, vemos outras oportunidades para retroalimentar o ecossistema do Mercado Livre, como (i) a maior adoção do uso de crédito pelo consumidor – algo já amplamente feito no varejo físico e (ii) a cobrança ao vendedor pelo serviço que coloca seu produto em destaque na “vitrine” da plataforma (esse tipo de publicidade corresponde hoje a apenas 1% do GMV, *gross merchandise value*, o valor transacionado na plataforma – e não vemos razão para que este número não dobre no médio prazo, tendo em vista o que acontece atualmente na Amazon).

Concluindo, os principais pilares da nossa tese de investimento na empresa são: (i) as pessoas que a administram (com interesses alinhados ao negócio e visão de longo prazo), (ii) a vantagem por ser um dos primeiros a chegar no *e-commerce* (com cultura digital desde a origem) e (iii) o próprio modelo de negócios, que até hoje se mostrou defensivo, apesar de toda a competição existente (competição essa mitigada por clientes que aumentaram recorrência ao longo do tempo, o que por sua vez se deve ao grande investimento da empresa na experiência do usuário). Por fim, vemos o *e-commerce* ainda em sua infância na América Latina, dada sua pequena representatividade no varejo total. Isto se traduzirá em novos usuários e mais gastos por usuário e, tendo em vista a evolução histórica de *market share* do Mercado Livre na região, acreditamos que ele será um dos vencedores no longo prazo.

### **B3**

Em nossa última carta já havíamos falado sobre B3, dado que naquele momento (1º semestre de 2021) a ação tinha caído mais de 15% no ano e, sendo uma posição importante do fundo, havia impactado de forma relevante a nossa cota. Nossa expectativa era de que a ação continuasse em algum grau nessa tendência de queda, o que de fato ocorreu até o fim do ano. Além de motivos como juros em alta, saída de dinheiro investido em ações e ameaça de competição, somou-se mais um fator “negativo” para o caso: a revisão da chance de perda “remota” para “possível” sobre a disputa judicial envolvendo a atuação do Banco Central na crise de desvalorização do real em janeiro de 1999. O valor atualizado da contingência, sem dúvida, é significativo: R\$ 31,2 bilhões. Ao explorarmos o caso com a empresa, saímos com a opinião de que os argumentos de defesa são fortes. Entretanto, reconhecemos que neste tipo de disputa nem sempre o que parece razoável prevalece, então, no limite, trata-se de um risco com natureza binária, em que temos nenhum controle. Ainda assim, continuamos considerando exagerada essa oscilação negativa – a B3 se tornou uma das bolsas de menor preço/lucro do mundo, embora tenha alguns dos melhores fundamentos – e, como ainda vemos uma tese de investimento sólida, a companhia voltou a ser nossa maior posição.

### **Ultra**

O ano de 2021 foi difícil para o Ultra. No segmento de distribuição de combustíveis, a Ipiranga apresentou resultados fracos, que corroboram o ceticismo do mercado. Esses resultados aquém do esperado aceleraram mudanças no corpo de executivos tanto da *holding* quanto da Ipiranga. Como dito em carta anterior, a materialização da entrada de Marcos Lutz, antigo executivo da casa e com passagem de destaque pela Cosan, como CEO da *holding* Ultra é chave na mudança do *status quo* da companhia em prol de uma recuperação da rentabilidade. Além desse anúncio, houve a nomeação de Leonardo Linden, um executivo experiente do mercado de combustíveis, para o cargo de CEO da Ipiranga. Sem uma “bala de prata”, mas sim diversas iniciativas na distribuidora, esperamos que os resultados da Ipiranga apresentem uma melhora sequencial ao longo dos próximos trimestres, diminuindo a distância para seus competidores. Outros movimentos

importantes nesta nova fase da companhia foram os desinvestimentos de 3 negócios *non-core* do grupo: Connect Car (R\$ 165 milhões), Extrafarma (R\$ 700 milhões) e Oxiteno (US\$ 1,3 bilhão). A entrada destes recursos no caixa da companhia ao longo do ano de 2022, junto com a decisão de não seguir adiante com a aquisição de uma das refinarias da Petrobras, reduzirá significativamente a alavancagem da *holding*, de 3,5x dívida líquida / EBITDA no 3º trimestre de 2021 para 0,1x ao final de 2022. Com isso, a companhia passa a ser negociada a cerca de 4,5x EV/EBITDA – 55% abaixo do histórico. O *valuation* descontado e os novos ares na empresa parecem caracterizar uma ótima oportunidade de investimento. Por isso, ao longo de 2021, aumentamos nossa exposição à companhia.

### **PanVel**

As empresas do setor de farmácias frequentemente estão bem ranqueadas em nossos filtros de análise. Entretanto, este nunca foi um setor com grandes companhias listadas – ao menos com liquidez razoável. A exceção era a RaiaDrogasil, líder incontestado do setor, que se expandiu fortemente ao longo dos últimos anos. Este cenário mudou em 2020, quando novas empresas vieram a mercado. Uma delas foi a PanVel, uma rede de farmácias do Rio Grande do Sul, líder na região Sul com 12% de *market share* e com destaque em seu estado natal (20% de *share*). A companhia na verdade é listada há muitos anos, mas suas ações tinham liquidez extremamente baixa. Entretanto, sempre foi reconhecida pelo seu nível de execução e entrega de resultados. Em 2019, o fundo de *private equity* Kinea comprou uma participação de 10% pertencente a um outro fundo de investimento em uma transação praticamente privada. Logo em seguida, em 2020, a companhia veio a mercado captar recursos para reforçar seu plano de investimentos até 2025. A PanVel pretende consolidar sua dominância na região Sul, expandindo sua rede no interior do Rio Grande do Sul e nas capitais e principais cidades dos estados de Santa Catarina e Paraná. Isto fará a companhia saltar de 470 lojas (2020) para mais de 800 (2025), dobrando o tamanho da empresa. Com um time de executivos alinhados, com mais de 10 anos de casa, a PanVel apresenta uma expansão consistente e lucrativa desde a década de 2000. Além disso, a companhia foi pioneira em áreas que hoje são cruciais no setor, como os produtos de marca própria (7% da receita) e a venda digital (16% da receita), o que demonstra sua cultura de inovação. Negociando a 18x preço/lucro 2022 – um desconto de quase 50% para a RaiaDrogasil – acreditamos que a PanVel está em um *valuation* atrativo pela qualidade de seu *management*, seu histórico de execução, suas perspectivas de crescimento e a resiliência de seu negócio.

## MOS Global FIA IE

Em 2021, o MOS Global teve um desempenho, em dólares, de +7,0%, versus +9,2% do CPI+2,5% e +20,1% do MSCI World. Em reais, subiu 15,0%, versus +14,9% do IPCA + yield IMA-B 5+.

Depois do ETF de S&P 500, Berkshire Hathaway e Johnson & Johnson tiveram as maiores contribuições positivas no ano. Sobre Berkshire falamos em nossa última carta e, no momento, não há nada importante a acrescentar. Quanto à Johnson, comentaremos em uma próxima carta. Do lado negativo, Disney teve uma contribuição relevante, e sobre ela falamos mais abaixo. Por fim, fizemos 3 novos investimentos no 2º semestre: Amazon, Dollar General e S&P Financials (ETF). Sobre Amazon comentaremos a seguir; quanto a Dollar General e S&P Financials, falaremos em uma próxima carta.

	Contribuição para o Fundo 2021	Desempenho do Ativo 2021
S&P 500 (ETF)	6,9%	28,8%
Berkshire Hathaway	5,3%	29,0%
Johnson & Johnson	1,1%	11,4%
Citi	0,8%	0,9%
Bonds	0,2%	NA
Dollar General	0,2%	13,0%
S&P Financials (ETF)	0,1%	34,8%
Amazon	-0,1%	2,4%
Disney	-1,6%	-14,5%
Custos e Outros	-5,6%	NA
<b>MOS GLOBAL FIA IE</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
CPI-US + 2,5% a.a.		9,2%
MSCI World		20,1%

Obs.: variações em US\$

por aprofundar a análise da Amazon. Nos parágrafos abaixo, falaremos mais sobre a empresa, sua história e nossa tese de investimento.

Com o *boom* da internet na década de 90, muitos setores da economia, como varejo e armazenamento de dados, sofreram mudanças estruturais (*disruption*). E a Amazon, fundada por Jeff Bezos em 1994 como uma loja de livros *online*, além de pioneira (talvez por causa disso), tornou-se líder nesses 2 segmentos: (i) reinventando o varejo, do modelo físico para o *online* 1P (*first party*, ou produtos em sua propriedade) e, posteriormente, 3P (*third party* – produtos em propriedade de terceiros) e (ii) sendo uma das criadoras do negócio de *cloud computing*, com a AWS (Amazon Web Services). Além desses 2 negócios, a companhia também figura entre as 5 maiores do mundo em *Advertising* (anúncios em seu ecossistema), *Streaming* (Prime Video) e logística.

Abaixo alguns dos pontos qualitativos e quantitativos que nos convenceram de que a Amazon é – e deve continuar sendo por vários anos – um ótimo negócio:

- **Obsessão pelo cliente, foco no longo prazo e alinhamento de interesses.** Podemos observar isso em várias atitudes da empresa, como por exemplo: (i) mesmo gerando muito caixa operacional há mais de 10 anos, a companhia reinveste todo o lucro e nunca pagou dividendos; (ii) para atender à crescente demanda de entrega no mesmo dia – e aumentar a satisfação dos clientes – a Amazon desembolsou cerca de US\$ 110 bilhões em ativos fixos

## Amazon

Em abril de 2021, tomamos a decisão de entender melhor o negócio de cada FAAMNG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Netflix e Google) para avaliar se a dominância dessas companhias ainda poderia se traduzir em retornos atrativos. Posteriormente, entendido o modelo de negócio e o mercado em que cada uma está inserida, avaliamos qual dos modelos de negócio parecia mais duradouro, com vantagens competitivas claras e possibilidade de retornos atrativos no investimento, mas com margem de segurança. E optamos

nos últimos 2 anos (o equivalente ao total investido entre 1994 e 2019), além de US\$ 24 bilhões de investimento em conteúdo para o *streaming*. Fora mais alguns bilhões alocados em pesquisa & desenvolvimento, contabilizados nas demonstrações de resultado como despesas;

- **Qualidade e percepção de valor nos serviços oferecidos.** Ao assinar o Amazon Prime, pelo qual se paga menos que o Netflix, o cliente tem direito a: (i) entrega grátis para uma série de produtos vendidos no *site*, (ii) desconto na rede de supermercados Whole Foods, (iii) Amazon Music. E de quebra ainda tem acesso a uma das melhores plataformas de *streaming* do mercado, pouco inferior à da Netflix, líder do setor. Já na AWS, segundo a companhia, a mudança de armazenamento digital do servidor físico para a nuvem traz uma economia média de cerca de 30% para seus clientes. Até mesmo competidores da Amazon nos negócios de *Commerce* e *Streaming*, como Mercado Livre, Netflix e Disney, são clientes da AWS. Para os vendedores no *marketplace* (*sellers*), a Amazon abre a possibilidade de acesso a outras geografias. E dos serviços de *fulfillment* e logística, onde a rapidez e eficiência da Amazon são enormes, a própria Walmart, sua maior competidora no varejo, é cliente.
- **Novas fontes de receita e vantagens logísticas.** Como citado no livro *Amazon Unbound* (Brad Stone, 2021), a Amazon não só oferece os melhores serviços/produtos nos segmentos onde atua, mas também é “um negócio de inventar novos negócios”. Desde 2000 e 2009, respectivamente, a empresa comenta sobre o início dos negócios de 3P e da AWS em seu relatório anual. No entanto, à época, ambos tinham seu faturamento contabilizado em “Outras Receitas” e eram insignificantes no consolidado da Amazon. Hoje em dia, ambos representam 35% da receita da empresa e, estimamos, pelo menos 60% de seu *market cap*. E, de 2015 para cá, a empresa vem abrindo novas, relevantes e rentáveis linhas de receita, como *advertising* e *subscription*. Não só acreditamos no potencial surgimento de novos grandes e bons negócios como também estamos convictos de que a infraestrutura logística da Amazon já se tornou indispensável para o bom funcionamento da economia americana.

Olhando para frente, apesar de enxergarmos o GMV (*gross merchandise value*) da companhia crescendo dois dígitos baixos, estamos muito mais animados com (i) a expansão de negócios mais rentáveis, como *advertising*, que cresce 30% ao ano, e AWS, que cresce 35-40% ao ano e tem margem operacional de 30%, (ii) a melhor utilização dos ativos fixos, o que aumenta as margens nos negócios de 3P (logística e *fulfillment*) e (iii) aumento de preço do Amazon Prime. Concluindo, mesmo enfrentando o aumento de custos causado por rupturas na cadeia de suprimentos devido à pandemia e por aumentos salariais, a companhia ainda negocia a 43x o lucro de 2022, desconto de 33% para o histórico, e cerca de 30x o lucro de 2023, *valuation* que, neste caso em particular, nos parece muito atrativo.

## Disney

A companhia surpreendeu negativamente no 2º semestre de 2021, principalmente pelo baixo crescimento de assinantes em sua principal plataforma de *streaming*, o Disney+. A explicação foi a deterioração do cenário competitivo dessa indústria, com os concorrentes investindo cada vez mais em conteúdo e conseqüentemente disputando assinantes.

Em seu resultado do 3º trimestre de 2021, a empresa apresentou um aumento de apenas 2 milhões de assinantes no Disney+, número baixo dada sua base de 116 milhões, ainda mais quando

consideramos que em setembro houve o lançamento do serviço Star+ em diversos países da América Latina (os assinantes do Star+ são contabilizados junto dos assinantes do Disney+). Acreditamos que tal desaceleração pode estar relacionada a dois principais motivos: 1) possível aumento no *churn* (taxa de cancelamento das assinaturas) dado o acirramento da competição e 2) escassez de conteúdo e de lançamentos nas plataformas da Disney.

Nossa opinião, no entanto, é de que o crescimento de usuários não se dará de forma linear, mas sim será impulsionado pela produção de conteúdo de qualidade de forma mais frequente. Nessa linha, ficamos otimistas com o *guidance* dado pela empresa de US\$ 33 bilhões em investimentos em conteúdo para o ano de 2022, um aumento de 32% em relação a 2021, que serão direcionados em sua maior parte para os serviços de *streaming*. Portanto, vemos a Disney bem-posicionada nesse ambiente de maior competição, dado seu portfólio robusto de franquias e marcas populares do entretenimento. Além disso, durante o período de pandemia, a companhia aproveitou para otimizar a operação dos parques, reduzindo custos e melhorando a precificação dos ingressos. Acreditamos que ainda em 2022 veremos margens recorde para o segmento.

Por fim, dentro do atual valor de mercado da companhia, de US\$ 260 bilhões, estimamos que o negócio de parques responda por pelo menos US\$ 125 bilhões, 13x o EBITDA de 2023; e, os segmentos de TV Linear + Cinema/Conteúdo, por pelo menos US\$ 35 bilhões, 5,5x o EBITDA de 2023. Não nos parece razoável, portanto, que o negócio de *streaming* valha somente US\$ 100 bilhões, 3,9x a receita de 2023 ou US\$ 375 EV/assinante, enquanto a Netflix negocia a 5,2x a receita de 2023 e US\$ 730 EV/assinante. Ou seja, o *valuation* consolidado da Disney permanece bastante atrativo.

---

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

## MOS Capital

+55 11 3085-1522

[ri@moscapiatal.com.br](mailto:ri@moscapiatal.com.br)

[www.moscapiatal.com.br](http://www.moscapiatal.com.br)



*As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público-alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.*