

Carta Semestral – 1º semestre de 2022

A primeira metade de 2022 foi marcada pelo aumento da volatilidade nos mercados financeiros globais. Não bastasse o cenário de alta das taxas de juros mundo afora, o início da guerra entre Rússia e Ucrânia elevou ainda mais a tensão dos investidores.

O conflito afetou o preço de várias *commodities* (petróleo, trigo, fertilizantes) e isso contribuiu para pressionar a inflação no mundo. Por exemplo, nos últimos 12 meses, o índice de preços ao consumidor nos Estados Unidos (CPI) subiu 9,1%, na Europa (zona do euro) o índice equivalente cresceu 8,6% e, no Brasil, o IPCA avançou 11,9%.

Nesse ambiente, é mais confortável para muitos vender ativos de risco e migrar para ativos de menor *duration* e mais liquidez (por exemplo, títulos do governo). A probabilidade de recessão global é cada vez mais alta e, no Brasil, enfrentaremos a eleição presidencial no segundo semestre. Porém, nossa veia *contrarian* nos sugere – e a história comprova – que é justamente nestes momentos em que surgem as maiores oportunidades de investimento.

Nosso portfólio local (Brasil) continua majoritariamente exposto a empresas sólidas, rentáveis e com preços descontados. Dentre as 5 maiores posições, temos uma empresa de energia e logística (Ultra), uma varejista de vestuário (Guararapes/Riachuelo), uma empresa de alimentos (Camil), uma operadora de ferrovias (Rumo) e uma empresa de infraestrutura financeira (B3). Vale lembrar que nosso objetivo é construir e manter um “portfólio atemporal” – isto é, um portfólio que seja capaz de produzir um retorno atrativo, ajustado pelo risco, em qualquer cenário.

Esse portfolio continua com um retorno esperado de mais de 26% ao ano para os próximos 3 anos (como era o caso na virada do ano). Este é um percentual chave, pois algo que cresce a 26% ao ano dobra de tamanho em 3 anos. O múltiplo de preço/lucro (*P/E*) da carteira está em 11x e seu retorno sobre patrimônio líquido (*ROE*) em 23%. Historicamente, sempre que nos deparamos com níveis como esses, os retornos produzidos nos anos seguintes foram muito atrativos. Por tudo isso, continuamos com o fundo 100% alocado.

Já no portfólio global (mercados desenvolvidos), nosso nível de convicção é menor. É fato que o ajuste nos *valuations* já começou – o S&P 500 teve no 1º semestre de 2022 seu pior desempenho em mais de 50 anos – mas nos parece que haverá pontos de compra ainda mais atrativos. O retorno esperado para os próximos 3 anos dessa carteira ainda é de “apenas” 10% ao ano (em dólares) – e acreditamos que em algum momento no futuro próximo esse número possa ficar mais próximo de 15%. Portanto, neste fundo mantemos um nível mais alto de caixa (próximo de 17%) e somente aumentaremos a alocação com mais margem de segurança.

MOS FIA e MOS Institucional FIA

No 1º semestre de 2022, o MOS FIA teve um desempenho de -13,0%, versus +8,0% do IPCA + *yield* IMA-B 5+, -6,0% do Ibovespa e -19,7% do Índice Small Cap.

As empresas com maior contribuição positiva para o fundo neste primeiro semestre foram M Dias, Itaú e Eneva. Quanto à M Dias, enfim os repasses de preço para fazer frente à alta do trigo

	Contribuição para o	Desempenho do
	Fundo 1S22	Ativo 1S22
M Dias	0,9%	10,8%
Itaú	0,8%	8,7%
Eneva	0,8%	4,4%
B3	0,6%	1,2%
Iochpe-Maxion	0,5%	5,9%
Fleury	0,2%	-5,4%
Energisa	0,1%	-4,3%
Rumo	-0,7%	-10,0%
Camil	-0,8%	-11,4%
Ultra	-0,9%	-11,6%
PanVel	-1,6%	-28,0%
Yduqs	-1,7%	-35,9%
Guararapes/Riachuelo	-2,5%	-30,2%
XP	-3,4%	-41,3%
Mercado Livre	-4,3%	-56,3%
Custos e Outros	-0,9%	NA
MOS FIA	-13,0%	-13,0%
IPCA + yield IMA-B 5+		8,0%
Ibovespa		-6,0%
Índice Small Cap		-19,7%

começaram a surtir efeito e, em paralelo, o preço da *commodity* vem recuando das máximas recentes (atingidas com a guerra entre Rússia e Ucrânia). Sobre Itaú, o que temos a dizer é que, como de costume, o banco está muito bem-posicionado para enfrentar o ambiente macroeconômico mais adverso que vivemos no Brasil e, ao observar seus lucros crescentes, o mercado reprecificou suas ações. Quanto à Eneva, falaremos mais adiante. Do lado negativo, Mercado Livre, XP e Guararapes/Riachuelo foram os destaques. Sobre Mercado Livre falamos em nossa última carta e, embora seus negócios continuem evoluindo satisfatoriamente, houve um *de-rating* generalizado das empresas de alto crescimento, o que afetou a

precificação das ações da empresa. Quanto à XP e Guararapes/Riachuelo, comentamos em nossa penúltima carta e, como ocorreu com Mercado Livre, embora os negócios sigam saudáveis, o *de-rating* de crescimento (XP) e de *small/mid caps* no Brasil (Guararapes/Riachuelo) impactou fortemente o preço das ações – nestes dois casos, enxergamos uma grande oportunidade de alocação de capital, com uma ótima relação risco/retorno. A seguir, além de Eneva, falaremos sobre Camil e nosso desinvestimento de Fleury.

Eneva

O 1º semestre do ano foi repleto de novidades na Eneva. Apesar da recuperação do quadro hídrico do país, que reduziu drasticamente os níveis de despacho das usinas termelétricas - e, portanto, suas receitas – a administração da companhia continuou em busca de oportunidades de crescimento, sobre as quais comentaremos abaixo:

- **Celse:** a aquisição é relevante para a Eneva, pois praticamente dobra sua capacidade instalada e seu faturamento. A companhia está pagando R\$ 10,2 bilhões pela maior termelétrica da América Latina (com potencial de expansão de mais 3,2 GW). Apesar de não gerar ganhos imediatos para a Eneva, a transação visa expandir sua capacidade e monetizar o gás excedente disponível para a Celse (que é chamada a operar 90 dias antes, mas precisa de apenas 15 dias para receber o gás);
- **TermoFortaleza:** a Eneva pagou o equivalente a 1 ano de EBITDA do negócio (a duração do contrato atual da usina). Considerando que uma termelétrica padrão tem vida útil de 45 anos, a TermoFortaleza – em operação durante “apenas” 25 anos – está apta a buscar novos contratos, tanto com o Governo (via *PPAs – power purchase agreements*) quanto com

empresas no mercado livre; portanto, cada ano extra contratado gerará retornos muito atrativos, pois praticamente todo o investimento na usina já foi feito – ou seja, mais uma aquisição promissora;

- **Venda de GNL:** a empresa também deu início à venda de GNL (gás natural liquefeito), inicialmente para Suzano e Vale. Esses contratos de venda são um marco para a Eneva, pois trazem maior previsibilidade de receita e compensam parcialmente os períodos de baixo despacho das termelétricas, como o atual. Essas transações também expandem os relacionamentos comerciais da empresa, o que pode levá-la a (i) contratos mais rentáveis de venda de gás no futuro e (ii) novos contratos de venda de energia elétrica;
- **Leilões de termelétricas:** por fim, a privatização da Eletrobrás trouxe mais oportunidades para a empresa, com os 8 GW em termelétricas a serem contratados. Foram anunciados 2 GW para Norte e Nordeste, com leilões marcados para setembro deste ano. Especialmente no leilão da região Norte, a Eneva – com reservas locais de gás e *know-how* na região – é uma das favoritas, com a possibilidade de monetizar parte do gás do Amazonas.

Esses movimentos reforçam dois pilares da nossa tese de investimento na Eneva: (i) a importância do gás natural na matriz energética brasileira e (ii) o posicionamento da empresa no mercado de energia. Sobre o primeiro ponto: enquanto a necessidade de migrarmos para uma matriz com menos emissões de carbono tem se mostrado cada vez mais evidente, a crise hídrica dos anos passados demonstrou a instabilidade das fontes renováveis, dependentes de eventos climáticos pouco controláveis. Em grandes números, hoje, 65% da matriz é baseada em fontes hídricas, 11% em fontes renováveis (solar e eólica), 8% a gás natural e 5% de derivados de petróleo e carvão. O gás natural, assim, se mostra como uma solução viável no futuro próximo, com potencial de expansão relevante. Por ser menos poluente que diesel, óleo e carvão, ele consegue ancorar a reserva energética do país, sem ser demasiado poluente. Em relação ao segundo ponto, a Eneva está bem-posicionada para aproveitar esse período de transição, com uma administração experiente no setor e ótimo *track record* no desenvolvimento de projetos, *know-how* único de extração de gás natural e geração de energia termelétrica, um extenso *pipeline* de projetos (6 GW já mapeados) e uma ótima relação custo-benefício por possuir os próprios campos de exploração, incorrendo não só em menos custos, mas também em menos incerteza quanto à distribuição.

Camil

Ao longo de 2021, a Camil deu passos importantes para se tornar uma plataforma de alimentos. Conforme o mercado aguardava há tempos, a companhia fez diversas aquisições e entrou em novos segmentos, o que contribui para que, no futuro, seja menos dependente de grãos (arroz e feijão). Vale ressaltar aqui o motivo pelo qual a companhia demorou a fazer as aquisições tanto debatidas na época do *IPO*. Até a época da oferta, a Camil tinha um histórico de forte crescimento via aquisições. Com os recursos da oferta em caixa e a meta de consolidar o mercado, os potenciais vendedores para a Camil passaram a exigir um prêmio para fazer as transações. Em um claro compromisso com alocação de capital responsável, a companhia decidiu segurar as aquisições e não aceitar retornos menores para si e seus acionistas.

Os 2 novos segmentos – considerados pela companhia desde o IPO – são massas e café. No primeiro, a Camil comprou a Santa Amália, líder em Minas Gerais e 4ª maior no Brasil (com 7% de *market share*). Historicamente, o segmento tem margens superiores à margem consolidada da empresa (e, mesmo com a última alta do trigo, principal insumo da categoria, em função da guerra da Ucrânia e da depreciação do real, essa situação se manteve). Ao mesmo tempo, a aquisição ajuda a Camil a melhorar sua distribuição em um dos principais mercados consumidores do país, com potencial de *cross-selling* de seus produtos. No mercado de café, a companhia inovou ao fazer uma série de pequenas aquisições para iniciar sua operação. Primeiro, adquiriu as marcas União e Seletto da JDE – multinacional do setor com operação no Brasil – e, em paralelo, realizou investimentos estratégicos na Café Bom Dia e na Agro Coffee, ambas em recuperação judicial. A lógica por trás desses investimentos foi a de adquirir uma fábrica pronta e moderna (com capacidade de expansão significativa) para operar todas as marcas do segmento de café, ao invés de construir uma fábrica nova (algo que poderia levar de 1 a 2 anos). O resiliente consumo de café no país, o *recall* das marcas, com destaque para União, e o nível de margem EBITDA de 14 a 15% do setor tornam o segmento uma excelente oportunidade de diversificação para a companhia. As primeiras respostas do varejo em relação ao café União são promissoras.

Além das aquisições no Brasil, a companhia continuou executando sua estratégia de expansão na América Latina com a aquisição da Dajahu no Equador, uma das principais empresas de arroz do país, e da Silcom no Uruguai, que agregou novas categorias àquela operação.

Ao longo do semestre, a Camil se tornou uma de nossas principais posições no portfólio por combinar (i) perspectiva de crescimento forte (tanto pela sustentação dos preços dos grãos quanto pelas novas aquisições), (ii) uma cesta de produtos básicos (desejável em momentos de crise), (iii) administração alinhada e com disciplina financeira comprovada, (iv) ser uma “empresa de dono” (a família Quartiero tem 65% do capital) e (v) negociar a múltiplos atrativos (ao longo do 1º semestre, a mediana de *P/E* foi próxima a 6x – um desconto de 32% em relação ao histórico). Acreditamos inclusive que, pela chegada de novas categorias com margens e potencial de crescimento maiores, um *re-rating* para mais de 9x *P/E* é provável (embora isto não esteja incorporado em nossa estimativa de retorno).

Fleury

No início do ano, concluímos o desinvestimento de Fleury. Apesar de a companhia não ter tido deterioração nos resultados, mesmo com a passagem do *boom* promovido pelo Covid-19, nos questionávamos recorrentemente sobre a posição da empresa na cadeia de saúde e suas vantagens competitivas. O setor tem passado por uma forte onda de consolidação, como visto nas transações anunciadas recentemente: a fusão entre Hapvida e Notre Dame Intermédica (que criou a maior operadora verticalizada, com cerca de 20% de *market share* em número de beneficiários), a aquisição da SulAmérica pela Rede D’Or (após uma tentativa frustrada desta última comprar a rede de laboratórios Alliar no ano passado, em um sinal de verticalização do segmento de prestadores de serviço) e a venda ainda a ser definida da operação brasileira da United Health (Amil), em que a principal candidata a comprar é a Dasa (antigos controladores da Amil). Nesse ambiente de consolidação e por ser um setor de ganhos de escala significativos, a falta de clareza do caminho a ser seguido pelo Fleury foi um fator preponderante em nossa tomada de decisão. Para ser justo, a companhia vinha fazendo aquisições, porém pouco

representativas no consolidado. Além disso, a expansão orgânica mostrou-se mais difícil, à medida que ela depende muito do credenciamento da unidade pelos pagadores (operadoras e seguradoras de saúde). Este inclusive foi um dos fatores para que a companhia não atingisse seu *guidance* de abertura de unidades divulgado em 2016. A iniciativa do Fleury de entrar em novos segmentos (por exemplo, infusões e oncologia) e sua incursão digital ainda são incipientes e de difícil mensuração econômico-financeira. Por último, porém não menos importante, as trocas na diretoria executiva ao longo dos últimos anos foram outro fator que colocou em xeque o plano de negócios e como ele seria executado.

MOS Global FIA IE

No 1º semestre de 2022, o MOS Global teve um desempenho, em dólares, de -18,1%, versus +7,6% do CPI+2,5% e -21,4% do MSCI World. Em reais, caiu 23,2%, versus +8,0% do IPCA + *yield* IMA-B 5+.

Nesse que foi o primeiro semestre de pior desempenho do S&P 500 em mais de 50 anos, as principais contribuições positivas vieram de duas empresas verdadeiramente defensivas: Dollar General e Johnson & Johnson. Sobre a primeira falaremos a seguir e, quanto à segunda, o que temos a dizer é que os negócios seguem seu curso normal e, neste ambiente, a previsibilidade – com rentabilidade – é recompensada. Do lado negativo, além do impacto do *ETF* de S&P 500, as maiores contribuições foram de Disney – novamente – e Amazon. Sobre Disney, em linha com o que comentamos em nossa última carta, o que temos observado é uma deterioração do cenário competitivo no segmento de *streaming*. E embora o valor intrínseco da companhia ainda esteja em boa medida lastreado em seus parques, *resorts* e, principalmente, em sua “biblioteca de conteúdo”, a expansão rentável do *streaming* é parte importante da tese de investimento. Quanto à Amazon, sobre a qual também

falamos em nossa última carta, o que temos a dizer é que, além de um *de-rating* generalizado das empresas de múltiplos mais altos (e com maior expectativa de crescimento), o segmento de *Commerce*, diferentemente de *Cloud* (AWS), tem demonstrado uma piora no perfil de retorno, isto é, mais capital investido para resultados equivalentes – ou até menores. Acreditamos que isso é passageiro e, portanto, seguimos confiantes no caso. Além disso, fizemos 4 novos investimentos no semestre: DoorDash, Globant, Upstart e Alphabet/Google – e sobre este último falaremos mais adiante. Por fim, comentaremos sobre nosso desinvestimento de Citi.

	Contribuição para o Fundo 1S22	Desempenho do Ativo 1S22
Dollar General	0,9%	4,5%
Johnson & Johnson	0,5%	5,1%
Berkshire Hathaway	0,1%	-8,7%
DoorDash	-0,3%	-56,9%
Citi	-0,4%	-22,5%
Globant	-0,7%	-44,6%
Alphabet/Google	-0,9%	-24,4%
Upstart	-1,4%	-79,1%
S&P Financials (ETF)	-2,1%	-18,7%
Amazon	-3,6%	-36,3%
Disney	-4,1%	-39,1%
S&P 500 (ETF)	-5,3%	-19,9%
Custos e Outros	-0,6%	NA
MOS GLOBAL FIA IE	-18,1%	-18,1%
CPI-US + 2,5% aa		7,6%
MSCI World		-21,4%

Obs: variações em US\$

Dollar General

Durante o último trimestre de 2021, em meio às máximas das Bolsas dos mercados desenvolvidos, buscávamos novas ideias de investimento para o MOS Global. Como de praxe, além de atualizar nossos filtros de empresas, avaliamos modelos de negócio e a atratividade de uma tese de investimento de longo prazo. Naquele momento, decidimos aprofundar a análise de Dollar General (DG).

A companhia, fundada em Scottsville, Kentucky, em 1939, é a maior varejista americana em número de lojas: são mais de 18 mil, espalhadas por 47 estados, com faturamento de US\$ 34,2 bilhões (2021). Sua estratégia é oferecer conveniência e preços baixos a consumidores de pequenos municípios rurais e subúrbios, que em muitos casos não são atendidos por grandes varejistas e redes de farmácias, como Walmart, CVS e Walgreens. Atualmente, três quartos das lojas da DG estão localizadas em cidades com até 20 mil habitantes, um quarto dos produtos custa US\$ 1 ou menos e o valor médio da cesta de compras é de cerca de US\$ 16, com 6 itens. O cliente típico da empresa está na base da pirâmide social e, muitas vezes, só encontra na DG os itens que “cabem no seu bolso” naquela semana (isto porque a empresa oferece vários produtos em embalagens menores e, portanto, preço total menor – embora os preços unitários, em alguns casos, sejam maiores).

Mas o que nos leva a crer que a Dollar General é um bom investimento? Como mostraremos a seguir, além de um histórico muito sólido, a empresa continua com perspectivas de crescimento e rentabilidade muito atrativas:

- **All weather business (bom negócio em qualquer cenário):** a DG vai bem em qualquer cenário macroeconômico; por exemplo, a empresa cresceu *Same Store Sales* (vendas nas mesmas lojas) nos últimos 32 anos, com exceção de 2021, devido à alta base comparativa em 2020, ano em que esse indicador foi recorde (+16,3%). Além disso, a esse crescimento de \$\$\$ soma-se a abertura de aproximadamente 1.000 lojas por ano, ou quase 3 lojas por dia. E mais: por seu negócio ser contracíclico, a empresa costuma ter melhor desempenho relativo em períodos de recessão e alta inflação, quando os clientes precisam ainda mais de sua proposta de valor, isto é, preço e conveniência. Estimamos que a empresa terá 27 mil lojas dentro dos próximos 10 anos, com crescimento de \$\$\$ em linha com o histórico;
- **Modelo de negócio barato, enxuto e rentável:** pela sua escala, a Dollar General não só consegue boas condições com fornecedores como também possui grande parte do sortimento em marcas próprias. Ela importa somente 6% de seus produtos (em valor), o que a torna quase imune às rupturas da cadeia de suprimentos global. Além disso, opera lojas com cerca de 700 m², majoritariamente em regiões rurais, sem nenhum luxo, e com 1 ou 2 funcionários no caixa, o que garante um baixo custo de ocupação e menor competição por mão-de-obra (versus grandes centros urbanos). Tudo isso faz com que ela obtenha retornos sobre capital investido (ROIC) atrativos e, em nossa opinião, sustentáveis;
- **Negócio de nicho:** o segmento em que a DG atua (*Discount/Dollar Store*) – e do qual ela é líder – é um dos únicos do varejo que tem se defendido do *e-commerce*. Acreditamos que isso deve continuar por muitos anos. Um dos motivos é o fato de um cliente médio da DG gastar na loja apenas US\$ 70 por mês; como referência, a assinatura do Amazon Prime tem um custo mensal de US\$ 14,99 – ou seja, a conveniência do Prime é um luxo que muitos clientes da DG simplesmente não podem ter. Além disso, nos últimos anos a empresa vem crescendo

seu *market share*, não só sobre pequenos comércios locais, mas também sobre as farmácias, no segmento *front store* (bebidas, alimentos, itens de higiene e remédios sem necessidade de prescrição médica);

- **Expertise e capacidade de execução:** por último, e de grande importância, vale destacar a capacidade de execução da administração e todas as iniciativas estratégicas que a companhia vem implementando com muito sucesso. Por exemplo, (i) verticalização de toda cadeia de distribuição, (ii) adição da seção de refrigerados em suas lojas, (iii) adição seletiva de frutas e legumes frescos em certas localidades, (iv) lançamento de novas lojas com foco em produtos discricionários e (v) estratégia de serviços de saúde, em que a companhia planeja oferecer alguns serviços básicos nos chamados “desertos de saúde” (localidades onde a DG já atua e, muitas vezes, estão dezenas de quilômetros distantes dos competidores tradicionais). Essa *expertise* e incansável busca por entender as necessidades de seus consumidores fazem com que a empresa consiga conquistar novos clientes, gerar maior recorrência e/ou maiores *tickets* e, com isso, garanta um crescimento saudável de receita (sem compressão de margens).

Na tabela abaixo, podemos observar a evolução de alguns indicadores citados acima:

Ano Calendário	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sortimento (Receita)											
Itens de Consumo	73%	74%	75%	76%	76%	76%	77%	78%	78%	77%	77%
Sazonal	14%	14%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Produtos de Casa	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%
Vestuário	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
Número de Lojas (n)	9.937	10.506	11.132	11.789	12.483	13.320	14.534	15.370	16.278	17.177	18.130
Tamanho Médio das Lojas (m ²)	671	680	684	687	688	690	689	688	687	687	689
SSS (%)	6,0%	4,7%	3,3%	2,8%	2,8%	0,9%	2,7%	3,2%	3,9%	16,3%	-2,8%
Receita Líquida (\$ mm)	14.807	16.022	17.504	18.910	20.369	21.987	23.471	25.625	27.754	33.747	34.220
Margem EBITDA (%)	12,1%	12,2%	11,9%	11,2%	11,3%	11,2%	10,3%	10,0%	10,2%	12,2%	11,3%
ROIC (%)	11,4%	12,0%	11,9%	11,8%	12,1%	12,3%	14,9%	14,9%	15,8%	20,8%	18,9%

No primeiro trimestre de 2022, a DG surpreendeu positivamente o mercado – e nós – com SSS e margens acima do esperado. Além disso, na contramão de grande parte do varejo, a empresa aumentou seu *guidance* de SSS e lucro por ação para 2022, apontando para crescimentos de SSS acima de 3% e de lucro por ação acima de 12%. Olhando para frente, apesar de continuarmos otimistas com o desempenho do negócio, estamos monitorando dois fatores de risco: (i) a maior necessidade de investimento nas novas lojas, que vem elevando a relação *capex/receita* para patamares acima da média histórica e (ii) a saída do atual CEO, ainda jovem (59 anos).

Alphabet/Google

Começamos a investir em Alphabet no primeiro semestre deste ano. A *holding*, cuja principal subsidiária é o Google, tem grandes vantagens competitivas em seu maior negócio, o Search (mecanismo de busca na *internet*), e conta com várias outras unidades importantes, sendo a principal delas o YouTube. Além disso, a companhia vem reinvestindo uma parcela significativa de seus lucros no segmento de *Cloud* (serviços de computação *online*), que pode ser uma fonte de

geração de valor relevante no futuro. A seguir, exploraremos os principais pontos de nossa tese de investimento, com ênfase em *Search*, YouTube e *Cloud*.

Partimos da premissa de que o *Search* fornece a melhor forma de propaganda para os anunciantes. Isso porque, ao pesquisar algo no Google, o usuário já está indicando à plataforma o que deseja, o que torna as propagandas mais eficientes e lucrativas para os anunciantes (versus outros veículos). Com relação a outros mecanismos de busca (por exemplo, Bing), o Google possui duas claras vantagens:

1. Primeiro, a empresa distribui gratuitamente seu navegador (Chrome), aplicativos (YouTube, tradutor etc.) e sistema operacional (Android), além de investir vários bilhões de dólares todos os anos para ser o mecanismo de busca padrão dos dispositivos Apple. Portanto, o Google promove o aumento do uso da *internet* sendo líder de mercado em *desktops* e possuindo quase um monopólio nos dispositivos móveis, o que impulsiona seu crescimento;
2. Em segundo lugar, o fato de o Google ter esse *market share* tão elevado criou um poderoso efeito de rede, em que mais dados dos usuários ajudam a melhorar a eficiência das buscas e dos anúncios, o que por sua vez se converte em mais cliques e conseqüentemente mais dados de usuários.

Portanto, acreditamos que enquanto o Google controlar o mercado de buscas na *internet*, sua vantagem competitiva permanecerá.

Contudo, existem algumas ressalvas por parte do mercado sobre as margens operacionais não só do *Search*, mas também dos negócios de *advertising* como um todo, o que engloba o YouTube e o Google Network, que vende anúncios para *websites* e aplicativos. Entre 2018 e 2020, a divisão de *Services* do Google (*advertising* e alguns negócios de menor relevância) teve margem operacional média de 32% versus 26% entre 2013 e 2017. Porém, em 2021, com o expressivo aumento de receita desse segmento, essa margem atingiu a casa dos 39%, o que explicou em boa medida a alta de 65% da ação ao longo do ano. Dito isso, é possível que em um ambiente recessivo haja uma compressão de margens da companhia. Por outro lado, estamos confiantes na manutenção desse nível de margem no longo prazo, pelos seguintes motivos:

1. O Google não possui custos de transação para trazer fornecedores (*websites*) e usuários para sua plataforma, isto é, ambos entram no ecossistema de forma orgânica;
2. O custo para trazer um anunciante também é próximo de zero, já que na maior parte dos casos o cliente coloca seu anúncio dentro da plataforma sem interagir com algum funcionário da companhia;
3. Como o custo marginal de se trazer um novo usuário, *website* e anunciante é próximo de zero, o ganho de receita vindo das melhorias dos produtos e do crescimento do mercado se traduz em aumento de lucro, especialmente no *Search*.

Em suma, acreditamos que existem poucos negócios no mundo com a qualidade do Google *Search*.

Quanto à segunda maior unidade dentro da Alphabet, o YouTube, é importante entender mais sobre sua atual posição no mercado. Adquirido em 2006, o YouTube é hoje uma das maiores plataformas de vídeo do planeta, com aproximadamente 122 milhões de usuários diários e crescimento anual de receita nos últimos 10 anos de 45% ao ano. Seu principal negócio é a venda de anúncios focados

em *brand awareness* e, mais recentemente, anúncios para conversão de vendas, os chamados *Direct Response Ads*.

Apesar de também se beneficiar de efeitos de rede (mais conteúdo traz mais espectadores, que por sua vez atraem mais produtores de conteúdo), recentemente surgiu uma novidade que colocou em xeque a força do YouTube: os vídeos curtos. Popularizados pelo TikTok, são o formato de conteúdo que mais cresce no mundo e, mais que isso, é o que mais promove engajamento dos usuários; portanto, parece ser um risco real para outras formas de entretenimento. Como prova disso, vemos que *players* importantes do setor vêm investindo nesse formato para se defenderem da competição do TikTok: o Instagram e o Facebook criaram o Reels e o próprio YouTube lançou o Shorts. Tal movimento busca manter a base de usuários engajada, mas esse formato tem uma taxa de monetização muito inferior à dos vídeos tradicionais, em que tanto os anunciantes quanto o YouTube já possuem experiência. Isso pode levar a uma desaceleração mais acentuada no crescimento de receita da unidade, bem como reduzir as margens no curto prazo.

Ainda assim, a proposta de valor do Youtube segue sólida e deve gerar retornos positivos ao longo do tempo, com milhões de produtores de conteúdo trazendo vídeos novos diariamente e com um escopo muito maior do que o formato curto pode oferecer (por exemplo, vídeos educativos, esportes, música, podcasts).

Como último pilar da tese, acreditamos que os investimentos em *Cloud* devem gerar valor para a companhia no futuro. Atualmente, o produto que mais cresce dentro do segmento é o Google Cloud Platform (GCP), que compete diretamente com dois gigantes da indústria: Amazon Web Services (AWS) e Microsoft Azure. Apesar de lançado apenas dois anos após o AWS, em 2008, o GCP passou a oferecer um produto semelhante apenas em 2013, dando uma vantagem de 7 anos para a Amazon se consolidar como maior provedor da área de *infrastructure as a service* (IAAS), que veio a ser justamente o serviço mais procurado pelos clientes empresariais. Por isso, para ganhar mercado, o Google vem investindo à frente da demanda, tanto em novos produtos como em aumento do seu time de vendas; ainda assim, é difícil enxergar um cenário em que a empresa tome o primeiro lugar da Amazon ou da Microsoft, pelas vantagens que cada uma possui, além dos elevados *switching costs* desse serviço.

No entanto, estar em terceiro lugar no mercado de *cloud* não impede que o GCP gere valor para a empresa, pelos seguintes motivos: (i) os gastos com *cloud computing* devem atingir entre US\$ 500 e US\$ 600 bilhões até o final da década, (ii) apesar da competição, o Google Cloud cresceu em média 49% ao ano nos últimos três anos, (iii) pelos ganhos de escala, as margens operacionais desta unidade devem crescer significativamente à medida que o negócio amadurece e, mesmo que não cheguem ao patamar de seus competidores (nosso cenário-base), ainda assim devem atingir um nível próximo de 15% e, por fim, (iv) como o Google é uma empresa com forte cultura e histórico de inovação, é provável que várias oportunidades sejam capturadas em segmentos ainda nascentes, como *machine learning* e inteligência artificial.

Apesar da qualidade empresarial acima da média, as ações da Alphabet/Google são negociadas atualmente a um *P/E* ajustado de 16x, 20% de desconto para a mediana histórica, nível que nos parece atrativo para iniciarmos nosso investimento.

Citi

Durante o primeiro semestre, concluímos o desinvestimento de Citi. Como comentamos em cartas anteriores, havia algum tempo que duvidávamos da capacidade de execução da administração e da possibilidade de um *turnaround* no banco. O que nos mantinha investidos era somente um *valuation* "barato", que, na nossa opinião, se provou um *value trap*. Como muitos sabem, desde a crise financeira de 2008/2009, o banco vem entregando baixo crescimento de receita e retorno (ROE) muito aquém de seus principais competidores. Com isso, seu *price-to-book ratio* (preço / valor patrimonial) se manteve abaixo de 1x por praticamente todo esse período, o que embasava a tese de se estar carregando um negócio "barato". Nessa linha, bastava uma nova liderança para arrumar a casa e a ação seria reprecificada. Em 2017, Michael Corbat assumiu como CEO, cheio de promessas e, alguns anos depois, poucas foram cumpridas. No início de 2021, Jane Fraser foi escolhida para liderar o banco. Novamente, promessas foram feitas e, até o momento, o que aconteceu foi: (i) a saída do Citi de vários países da Ásia-Pacífico com prejuízo (notadamente na venda das franquias de varejo da Coréia do Sul e da Austrália), (ii) perda de executivos de alto escalão em diversas áreas do banco (por exemplo, *wealth management*, *investment banking*), (iii) aumento de despesas e custos com pessoal acima dos concorrentes, mesmo pagando os piores salários e bônus entre os grandes bancos e (iv) falhas nos processos e sistemas do banco, o que permitiu, por exemplo, que um *trader* provocasse um colapso momentâneo nas bolsas europeias. Em resumo, pela complexidade das operações do banco, exposição a diversas regiões e, principalmente, cultura empresarial fraca e falta de alinhamento, deixamos de acreditar no *turnaround* e, portanto, decidimos encerrar nossa posição.

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

MOS Capital

+55 11 3085-1522

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.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.