

## Carta Semestral – 2º semestre de 2022

No segundo semestre de 2022, muito do que vimos na primeira metade do ano se repetiu: continuidade do conflito Rússia x Ucrânia, inflação em níveis elevados ao redor do globo e, com isso, um cenário de aperto monetário (alta de juros) em quase todas as principais economias. Por outro lado, da China veio uma novidade importante: depois de ter seu *status* de líder vitalício confirmado, Xi Jinping ouviu a voz das ruas e decidiu afrouxar a política de Covid Zero; com isso, a economia chinesa voltou a funcionar e deve contribuir para suavizar a recessão global encomendada para este ano. Já no Brasil, tivemos as eleições gerais e, portanto, alguns graus a mais de volatilidade.

Para o investidor em ações, 2022 foi mais um ano ruim. Embora o Ibovespa tenha se valorizado em 4,7%, a grande maioria das ações listadas no Brasil (65% das empresas) terminou o ano em queda. Por exemplo, o Índice *Small Cap* caiu 15,1%. Esta discrepância é explicada pela apreciação de algumas empresas muito relevantes no Ibovespa (Petrobrás, Vale e Itaú, por exemplo), em oposição a uma depreciação generalizada das companhias mais voltadas ao mercado interno, de menor capitalização e cujas ações têm menos liquidez.

Um outro fato digno de nota – e que ajuda a explicar o fenômeno acima descrito – foi a maciça saída dos investidores dos fundos de ações brasileiros. No ano, foram mais de R\$ 70 bilhões em resgates líquidos – e aqui não consideramos a parcela em ações de fundos multimercado, que também sofreram com resgates (R\$ 88 bilhões). A (única) força contrária foi a entrada de investidores estrangeiros, com mais de R\$ 100 bilhões em 2022. Aliás, esta é outra parte da explicação sobre a discrepância de retornos entre o Ibovespa e o Índice *Small Cap*: estrangeiros, geralmente, entram comprando ações mais líquidas.

Depois de 3 anos difíceis para a Bolsa no Brasil (2020, 2021 e 2022), a pergunta que nos temos feito é: chegamos ao fundo do poço? Obviamente, ninguém tem essa resposta, mas continuamos convictos de que as empresas em que investimos seguem sólidas e rentáveis, com preços ainda mais atrativos. Não se pode negar, porém, que ao elegermos um governo de esquerda, alguns dos pilares do desenvolvimento econômico sustentável ficam mais frágeis. Infelizmente já não podemos contar com um controle mais estrito dos gastos públicos e com a consequente redução das taxas de juros no Brasil. Mas, como a queda dos *valuations* da maioria das empresas foi significativa, nossa visão é que basta uma política econômica minimamente responsável para que grande parte dessa distorção seja corrigida. Em paralelo, com o fim do ciclo de aperto monetário nos países desenvolvidos, é provável que haja uma reprecificação generalizada dos ativos de risco de qualidade, o que, acreditamos, é o caso dos nossos portfólios.

## MOS FIA e MOS Institucional FIA

No 2º semestre de 2022, o MOS FIA teve um desempenho de +2,1%, versus +3,1% do IPCA + yield IMA-B 5+, +11,4% do Ibovespa e +5,8% do Índice Small Cap. No ano, o fundo caiu 11,1%, versus alta de 11,3% do IPCA + yield IMA-B 5+ e de 4,7% do Ibovespa; já o Índice Small Cap também fechou o ano em queda, de 15,1%.

|                       | Contribuição para o<br>Fundo<br>2022 | Desempenho do<br>Ativo<br>2022 |
|-----------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| M Dias                | 3,5%                                 | 52,5%                          |
| B3                    | 2,5%                                 | 23,0%                          |
| Itaú                  | 1,8%                                 | 24,2%                          |
| Energisa              | 1,0%                                 | 7,6%                           |
| Rumo                  | 0,6%                                 | 4,9%                           |
| Fleury                | 0,2%                                 | -7,7%                          |
| Novo Investimento     | 0,1%                                 | -51,1%                         |
| Ultra                 | -0,7%                                | -9,5%                          |
| Eneva                 | -0,9%                                | -15,7%                         |
| lochpe-Maxion         | -1,0%                                | -18,3%                         |
| PanVel                | -1,3%                                | -22,3%                         |
| Camil                 | -2,0%                                | -24,4%                         |
| Yduqs                 | -2,3%                                | -50,2%                         |
| Mercado Livre         | -2,6%                                | -39,2%                         |
| Guararapes/Riachuelo  | -2,9%                                | -32,8%                         |
| XP                    | -4,6%                                | -49,9%                         |
| Custos e Outros       | -2,3%                                | NA                             |
| <b>MOS FIA</b>        | <b>-11,1%</b>                        | <b>-11,1%</b>                  |
| IPCA + yield IMA-B 5+ |                                      | 11,3%                          |
| Ibovespa              |                                      | 4,7%                           |
| Índice Small Cap      |                                      | -15,1%                         |

As empresas com maior contribuição positiva para o fundo em 2022 foram M Dias, B3, Itaú e Energisa. Sobre M Dias, Itaú e Energisa comentaremos a seguir. Quanto à B3, em nossa penúltima carta (2º semestre de 2021) dissemos que suas ações haviam caído demais naquele ano (-41,7%) e que, como seus fundamentos continuavam sólidos, a empresa havia voltado a ser nossa maior posição no início de 2022; de fato, ao longo do ano passado a ação recuperou parte das perdas de 2021 e, portanto, teve contribuição importante para o fundo. Do lado negativo, XP, Guararapes/Riachuelo, Mercado Livre e Yduqs geraram os maiores impactos. Sobre Yduqs comentaremos mais adiante. Quanto a XP, Guararapes/Riachuelo e Mercado Livre, falamos em cartas recentes (1º e 2º semestres de 2021) e, neste momento, o que temos a

acrescentar é que as 3 sofreram, em diferente magnitude, pela elevação das taxas de juros, tanto no Brasil quanto nos mercados desenvolvidos. Cabe reforçar que, no caso de Mercado Livre, boa parte de seu valor intrínseco está na perpetuidade e, portanto, com taxas de desconto mais altas, esse valor cai mais sensivelmente que o de outras companhias. Já no caso de XP e Guararapes/Riachuelo, além do impacto da taxa de desconto (embora menor), há também o impacto de curto/médio prazo, operacional – isto é, com taxas de juros mais altas no Brasil, investidores/consumidores ficam menos propensos a investir em ativos de risco (algo que beneficia a XP) e também a gastar com itens discricionários, por exemplo, de vestuário (ou seja, cai a demanda por produtos da Riachuelo); por fim, no caso da Riachuelo há ainda o impacto da piora da inadimplência em sua financeira, o que, por consequência, impacta o resultado consolidado do grupo.

### M Dias

M Dias teve a maior contribuição positiva para o fundo em 2022. A companhia enfim mostrou sinais de recuperação de rentabilidade, tema há anos questionado pelo mercado. Em 2019, uma gestão

equivocada de seus canais de distribuição, principalmente entre o varejo e o atacado, levou a empresa a apresentar a pior margem EBITDA anual (12,7%) desde 2006. Isso provocou a saída do então vice-presidente comercial, membro da família controladora, e a entrada de um executivo de mercado. Os anos seguintes, no entanto, se mostrariam ainda mais difíceis. Na pandemia, a companhia decidiu preservar *market share*: priorizou volumes (que foram potencializados pelas circunstâncias), mantendo preços mais baixos. Porém, com a depreciação do real e a alta persistente em dólares do trigo e do óleo de palma, seus dois principais insumos, o que estava ruim ficou ainda pior. Desconsiderando ganhos não-recorrentes com créditos tributários em 2020, a margem EBITDA ajustada atingiu uma nova mínima desde sua abertura de capital: 8%. Em 2021, buscando melhor equilíbrio entre preço e volume, a M Dias aplicou um alto reajuste de preço (próximo de 20%), o que impactou sensivelmente os volumes vendidos – que por sua vez já estavam sendo impactados por um ambiente competitivo mais acirrado. Isso resultou em margem EBITDA estável em comparação com o ano anterior, em níveis bastantes deprimidos. Seria este o novo normal para as margens da empresa? Como se não bastasse, a invasão russa à Ucrânia, países que correspondem a 1/3 da produção mundial de trigo, promoveu uma nova escalada no preço do insumo, dada a hipótese de uma crise de suprimento. Entretanto, este cenário abateu uniformemente o setor, que repassou esse aumento de custo para os consumidores. Isso permitiu que a M Dias continuasse aplicando altos reajustes que, complementados por diversas iniciativas de eficiência dos últimos anos, fizeram a margem EBITDA subir para 14,3% no 2º trimestre de 2022. A volta de uma margem de *mid teens* mostrou que, após uma “tempestade perfeita”, a companhia saiu mais forte, conseguindo melhor equilibrar volumes e preços.

Em paralelo, ao longo dos últimos anos, novos executivos de mercado se juntaram à M Dias, o que aumentou o dinamismo de sua gestão, mesmo com a família controladora ainda bastante atuante. A implementação do comitê de *hedge* e de uma política de estoque mínimo, novas métricas de avaliação de serviço (*OTIF*) e as recentes aquisições – em novas categorias e fora do Brasil – são alguns dos indicativos. Considerando o cenário de 2023 de melhor rentabilidade *vis a vis* 2022 e possível queda das *commodities*, a companhia busca retornar à margem EBITDA histórica (entre 15% e 20%). Com isso, vemos a M Dias sendo negociada a cerca de 8x seu EBITDA de 2023, um desconto de 30% em relação ao histórico – ou seja, nível ainda atrativo para mantermos o investimento.

## Itaú

2022 foi mais um bom ano para o Itaú, que consolidou sua posição como o melhor banco do país, o que justifica seu prêmio de *valuation* em relação a seus pares. Mesmo em um ciclo de alta dos juros e pouca demanda por operações de mercado de capitais, o banco entregou um crescimento de lucro de 15% (pós-provisão de R\$ 2,8 bilhões de Americanas), com avanço sólido em todas as linhas. Isso vem na esteira de uma transformação relevante do Itaú, que tem como objetivo se manter competitivo frente as novas ameaças do ambiente digital: desde 2019, o *NPS* global (*Net Promoter Score* - medida de experiência do cliente) aumentou 20 pontos para mais de 60 e o banco tem como meta chegar ao patamar de 70 agora em 2023, considerado nível de excelência.

Em que pese os desafios durante o novo governo, com maior competição de bancos estatais, *spreads* de crédito mais comprimidos, inadimplência em alta e possível aumento de impostos, mantemos nossa confiança no Itaú não só para defender sua posição competitiva, como também

para prosperar, desde que prossiga no mercado de crédito com cautela, como seus executivos têm indicado, com 6-9% de crescimento de carteira em 2023.

No curto prazo, enxergamos o ambiente de juros mais altos como uma oportunidade para bancos em termos de rentabilidade, com possibilidade de expansão atrativa de retorno sobre patrimônio (ROE) e lucro por ação (EPS). A contrapartida de juros mais altos – inadimplência e provisões mais elevadas – já foi (i) incorporada pelo Itaú tanto no *Guidance* 2023 quanto em um provisionamento maior ao longo do ano de 2022 e (ii) sensibilizada pelo banco ao longo dos últimos 12-18 meses com a priorização da qualidade dos ativos, o que resultou em forte desaceleração de linhas mais arriscadas, maior cobertura de garantias e redução de exposição a nomes individuais (vide Americanas, caso no qual já haviam reduzido o risco em R\$ 1 bilhão no semestre anterior à quebra da empresa).

Essa agilidade do *management*, combinada a seu tradicional foco em clientes pessoa física de renda mais alta, é uma vantagem competitiva importante do Itaú frente a seus pares, que tiveram resultados fracos no último trimestre de 2022 e não têm perspectivas promissoras para 2023, mesmo desconsiderando a repercussão do evento Americanas (que deve aumentar o *spread* e restringir a concessão de crédito, podendo fomentar mais inadimplência e maiores provisões). Ademais, cabe mencionar a transformação digital do banco, que quer se tornar mais atrativo para um público além do tradicional, melhorando a experiência do usuário em seus aplicativos e *sites*. Com isso, tende a aumentar seu *share of wallet* nos clientes, ampliando a carteira de produtos, especialmente na parte de seguros. Por tudo isso e pelo bom momento de resultados, nossa visão continua positiva para o Itaú, particularmente frente esse ambiente econômico difícil.

## Energisa

O ano de 2022 não foi de manchetes para a Energisa, mas, tão relevante quanto, foi um ano de estabilidade do negócio de distribuição – mesmo em meio ao aumento da instabilidade regulatória do setor (migração para o mercado livre e desenvolvimento de geração distribuída) – e de marcos importantes nos demais segmentos, o que reforça nossa confiança no modelo de negócios e no *management* em meio a um mercado difícil para ativos intensivos em capital, com juros elevados e consequente aumento dos custos de financiamento.

Distribuição de energia não é um mercado fácil, como temos visto nos últimos tempos com as crises da Amazonas Energia, Enel Rio e Light. É um setor que exige investimentos vultosos com grandes desafios operacionais e que, especialmente em 2022, teve redução significativa de demanda pelo advento da geração distribuída de energia solar (GD) e a ampliação do mercado livre (consumidores comprando energia elétrica diretamente das geradoras, sem passar pela distribuidora). Com isso, o cenário que temos em 2023 é de distribuidoras sobrecontratadas e, por conta disso, com tarifas de energia elevadas em um ambiente de juros altos, o que pressiona o consumidor e gera inadimplência – cabe lembrar que já são mais de 60 milhões de CPFs negativados no país. Nesse contexto, uma empresa que tem longa experiência no setor, com os melhores indicadores operacionais do país e o *turnaround* das distribuidoras do Acre e de Rondônia fluindo, torna-se uma escolha natural: afinal, o setor tem um ótimo histórico de retorno em empresas bem administradas, e não acreditamos que os problemas atuais continuem no longo prazo.

A questão da sobrecontratação e da perda de demanda por conta da transição ao mercado livre já era tratada no agora engavetado PL 414, e mesmo o novo ministro tem se mostrado disposto a resolver isso o mais rápido possível. Quanto à questão da GD, essa sim veio para ficar: a EPE projeta 37GW instalados de GD até 2032, três vezes o nível atual e se tornando a 2ª maior fonte de geração do país depois de hidrelétricas. A Energisa, por sua vez, se mostrou à altura do desafio, criando uma diretoria de GD esse ano com o objetivo de chegar a 540MW de capacidade total instalada até 2025 – o que equivalerá a um EBITDA de R\$ 600 milhões por ano. Ou seja, embora seja um *downside* para as distribuidoras – em média, 8% do volume total injetado em perdas – a Energisa conseguiu transformar esse segmento em um indutor de crescimento. Um outro ponto importante em distribuição se refere à possível renovação das concessões: as empresas do setor têm se posicionado firmemente sobre o cenário mais provável ser o de uma renovação não onerosa, tal como aconteceu em 2015/2016. Se colocarmos essa possibilidade na conta, as ações da empresa seriam negociadas a uma TIR real de 12% - preço muito atrativo.

Por fim, há os vetores de crescimento mais difíceis de prever. Existem oportunidades interessantes em M&A como a Coelce, a privatização de empresas de distribuição de gás e os leilões de transmissão. A Energisa tem se mostrado prudente na alocação de capital, resistindo a investimentos mais arriscados – e, logo, menos rentáveis (por exemplo, Celg) – mas com apetite para crescer.

## Yduqs

Com a divulgação do resultado do 1º trimestre, ficamos com a impressão de que o ano de 2022 seria promissor para a Yduqs. A companhia vinha apresentando números ruins nos anos da pandemia (2020 e 2021), com lucros deprimidos e que julgamos substancialmente abaixo do seu *earning power*. Infelizmente, essa impressão não se confirmou.

A operação da Yduqs pode ser segmentada em três vertentes: presencial, ensino a distância (EAD) e *premium* (cursos de medicina e IBMEC). No 2º trimestre, vimos que a tão esperada retomada do segmento presencial não aconteceria como imaginado. Essa vertical foi duramente impactada na pandemia, com queda de base de alunos, já que as atividades presenciais foram suspensas. Essa unidade de negócio apresenta alta alavancagem operacional – quanto mais alunos ocupando os espaços físicos, maior a diluição dos custos. Entretanto, não foi isso que observamos na Yduqs e em outras empresas do setor. Com o relaxamento das restrições da pandemia, o grande problema agora é o ambiente macroeconômico. Com inflação em alta e baixo crescimento de PIB, o comprometimento de renda do público-alvo da Yduqs neste segmento (maioria de trabalhadores das classes C e D acima de 30 anos) mostrou-se o principal empecilho para uma volta às aulas. Além disso, o cenário competitivo mais acirrado fez com que a companhia tivesse uma queda de preço médio acima de 5% em relação ao ano anterior. Portanto, essa unidade de negócio acabou tendo decréscimo e perda de margem. A possível retomada do FIES pelo novo governo pode ser uma grande virada para o segmento por diminuir a sensibilidade dos alunos ao nível de preço dos cursos (principal entrave do setor). Ao mesmo tempo que o FIES ajuda a taxa de ocupação dos *campi* das faculdades, alavancando a operação, a geração de caixa da companhia também aumentaria dadas as regras de pagamento do programa aos agentes privados. Isso contribuiria para reduzir a alavancagem financeira da Yduqs para níveis mais confortáveis (~2,8x dívida líquida / EBITDA Ex-IFRS 16).

O EAD, por outro lado, foi impulsionado pela pandemia, com os alunos e empregadores mostrando cada vez menos resistência a essa modalidade de ensino. Pela 1ª vez, tanto a captação quanto a base de alunos do EAD superaram o presencial, graças ao custo menor do EAD. Apesar de menos fragmentado que o presencial, EAD é um mercado extremamente competitivo, com grandes *players* nacionais, o que fez com que a Yduqs apresentasse ao longo do ano uma queda de captação e de preço médio. Assim, como no presencial, o EAD teve decréscimo e perda de margem, ainda que em menor intensidade.

Por fim, como se esperava, o segmento *premium* da Yduqs tem se mostrado o mais resiliente nesse ambiente difícil para o setor de educação. As operações de medicina e IBMEC continuam apresentando crescimento de base de alunos com aumento de preço médio. Por serem negócios de margens altas e maduros, esta vertente tem sido a grande geradora de caixa da companhia nos últimos anos. Novamente, este não é um cenário exclusivo para a Yduqs. Quando analisamos os concorrentes, vemos que aqueles que possuem uma maior exposição ao segmento de medicina têm se mostrado mais resilientes.

Atualmente, todos os ganhos operacionais que a Yduqs obtém são consumidos por sua alavancagem financeira. A posição de dívida não é alarmante e a companhia possui algumas iniciativas para alongar e reduzir seu custo de financiamento. Entretanto, em um cenário de juros altos, isso compromete o lucro líquido da empresa, embora o FIES, como dito anteriormente, possa ser um catalisador para a operação como um todo.

Em resumo, o setor de educação tem vivido momentos difíceis, tanto operacionalmente quanto na Bolsa. O nível de desinteresse pelo setor entre os investidores e a compressão de lucro ocorrida nos últimos anos nos levam a crer que estamos próximos de um ponto de inflexão. E, quando isso ocorrer, acreditamos que a Yduqs será o melhor nome do setor, por ter um longo histórico positivo de lucro e geração de caixa (passando tanto por momentos bons quanto ruins), uma diversificação entre as linhas de negócios (presencial, EAD e *premium*), uma alavancagem não crítica e grande potencial de expansão de lucro.



## MOS Global FIA IE

No 2º semestre de 2022, o MOS Global teve um desempenho, em dólares, de -0,1%, versus +1,4% do CPI+2,5% e +2,7% do MSCI World. Em reais, caiu -0,4%, versus +3,1% do IPCA + yield IMA-B 5+. No ano, o fundo caiu 18,2% em dólares, versus +9,1% do CPI+2,5% e -19,3% do MSCI World. Em reais, caiu 23,5%, versus +11,3% do IPCA + yield IMA-B 5+.

|                          | Contribuição para o<br>Fundo<br>2022 | Desempenho do<br>Ativo<br>2022 |
|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| Berkshire Hathaway       | 0,8%                                 | 3,3%                           |
| Dollar General           | 0,6%                                 | 5,6%                           |
| Johnson & Johnson        | 0,4%                                 | 6,0%                           |
| Citi                     | -0,3%                                | -22,1%                         |
| S&P Financials (ETF)     | -1,0%                                | -10,6%                         |
| Alphabet/Google          | -2,1%                                | -38,7%                         |
| Novos Investimentos      | -3,1%                                | NA                             |
| Disney                   | -3,7%                                | -43,9%                         |
| Amazon                   | -3,9%                                | -49,5%                         |
| S&P 500 (ETF)            | -4,4%                                | -18,2%                         |
| Custos e Outros          | -1,6%                                | NA                             |
| <b>MOS GLOBAL FIA IE</b> | <b>-18,2%</b>                        | <b>-18,2%</b>                  |
| CPI-US + 2,5% aa         |                                      | 9,1%                           |
| MSCI World               |                                      | -19,3%                         |

Obs: variações em US\$

Em 2022, os mercados desenvolvidos enfrentaram um cenário macroeconômico conturbado: risco de recessão mundial, inflação crescente, aumentos seguidos nas taxas de juros e o conflito Rússia/Ucrânia.

O S&P 500 registrou sua maior queda desde 2008 (-19,4%), após, como comentamos na carta anterior, ter tido seu pior primeiro semestre em mais de 50 anos. Isso tudo reforça a necessidade de exposição do portfólio a empresas mais defensivas, como Berkshire Hathaway, Dollar General e Johnson & Johnson, que, por terem

essa característica, foram as que contribuíram positivamente para o desempenho do fundo. Em contrapartida, após 3 anos consecutivos de alta, empresas ligadas à tecnologia foram extremamente impactadas pelo ambiente mais hostil a ativos de risco e contribuíram negativamente para o fundo (como referência, o índice Nasdaq caiu 33,1% no ano).

Apesar da queda expressiva nos preços de várias empresas norte-americanas (e de mercados desenvolvidos em geral), acreditamos que o *valuation* de muitas delas ainda não está atrativo o suficiente para aumentarmos significativamente nossa exposição. Portanto, seguimos com um portfólio mais conservador e com cerca de 20% do fundo em caixa.

---

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

### MOS Capital

+55 11 3085-1522

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

[www.moscapital.com.br](http://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.*