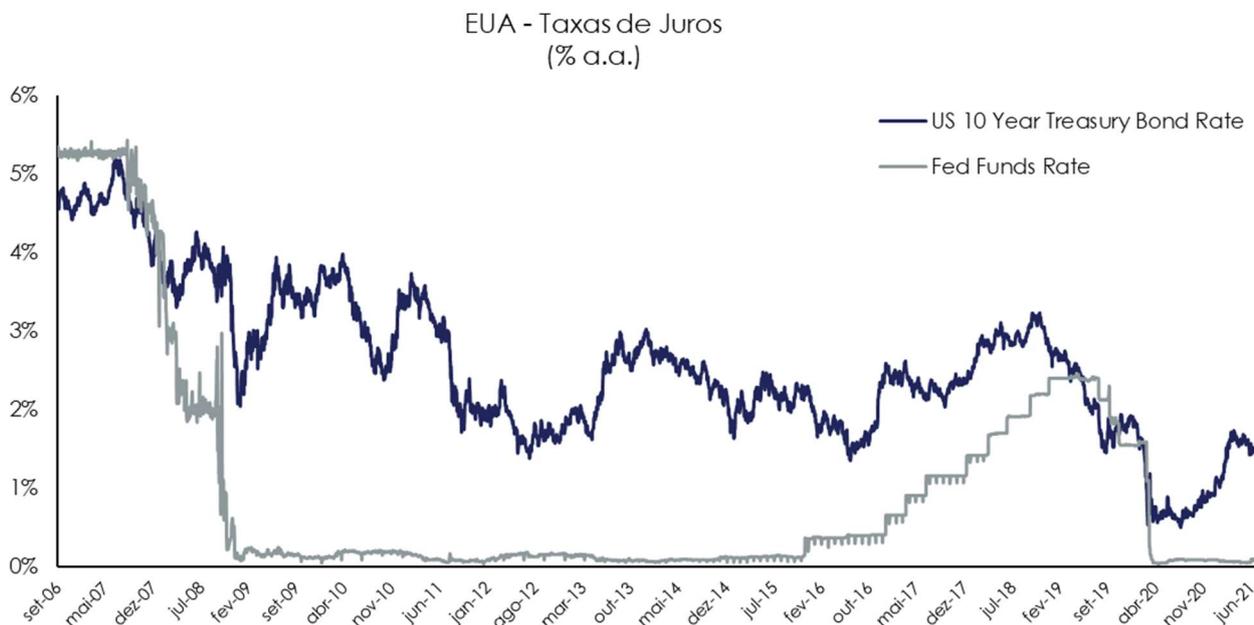


Carta Semestral – 1º semestre de 2021

Neste 1º semestre de 2021, um dos assuntos dominantes no mercado financeiro global foi a alta das taxas de juros. Seja nos países desenvolvidos ou nos emergentes, os bancos centrais têm indicado que chegou a hora de retomar o aperto monetário.

Desde a crise financeira global de 2008/2009, os governos do mundo desenvolvido vêm, em maior ou menor grau, praticando uma política fiscal expansionista (principalmente via juros baixos) para fomentar o crescimento econômico. Na virada de 2015 para 2016, depois de 7 anos de taxas próximas de zero, o Fed, banco central dos Estados Unidos, com o intuito de controlar a inflação, começou a elevar a taxa básica (*Fed Funds Rate*) e, entre 2018 e 2019, ela chegou a ficar próxima de níveis mais normais, isto é, 2,5 a 3% ao ano. Naquele momento, os títulos de 10 anos do governo americano, uma referência ainda mais importante para investimentos de longo prazo (como ações), haviam voltado a ser negociados com taxas superiores a 3% ao ano, também apontando para um retorno à normalidade.

Porém, houve a pandemia, que causou um severo choque de demanda ao redor do globo. Frente essa situação, nada mais natural para os governos que aumentar os estímulos fiscais, com o objetivo de suavizar a recessão. Nos Estados Unidos, a taxa básica foi novamente reduzida para perto de zero e, em paralelo, o *yield* dos títulos de 10 anos do governo americano afundou para inéditos 0,5% ao ano em julho de 2020 (atualmente está de volta a ~1,5%). Acontece que, agora que já estamos mais perto do fim que do começo da pandemia, a atividade econômica vem se aquecendo e, com ela, a inflação reaparece – aliás, como todos temos sentido.



No Brasil – e, em boa medida, no mundo emergente – a dinâmica que descrevemos é amplificada. Ou seja, inflação voltando rapidamente a níveis incômodos e, com isso, juros subindo para patamares sensivelmente mais altos que os da virada do ano (a Selic saiu da mínima de 2% para 4,25% em pouco mais de 3 meses). E tudo indica que nosso Banco Central continuará elevando a

MOS FIA

No 1º semestre de 2021, o MOS FIA teve um desempenho de -0,6%, versus +5,8% do IPCA + yield IMA-B 5+, +6,5% do Ibovespa e +9,8% do IBrA (Índice Brasil Amplo).

A empresa com contribuição mais relevante no semestre foi Guararapes/Riachuelo, sobre a qual falaremos a seguir. Eneva, lochpe-Maxion, Yduqs, Rumo e novos investimentos também contribuíram positivamente. Do lado negativo, B3 e Ultra foram os destaques, conforme tabela abaixo. Sobre lochpe-Maxion, Yduqs, Rumo e Ultra comentamos em nossa carta anterior e neste momento não há nada a acrescentar. Quanto a Eneva e B3, falaremos a seguir. Com relação aos novos investimentos, comentaremos sobre XP mais adiante.

	Contribuição para o Fundo 1S21	Desempenho do Ativo 1S21
Guararapes	3,1%	39,9%
Eneva	0,7%	9,4%
Novos Investimentos	0,3%	NA
lochpe-Maxion	0,2%	3,4%
Yduqs	0,2%	1,4%
Rumo	0,1%	-0,5%
Fleury	0,0%	-1,3%
XP	-0,1%	5,8%
Itaú	-0,1%	-4,3%
M Dias Branco	-0,3%	-3,9%
Camil	-0,9%	-12,9%
Energisa	-0,9%	-8,8%
Ultrapar	-1,2%	-20,7%
B3	-1,2%	-15,1%
Custos e Outros	-0,7%	NA
MOS FIA	-0,6%	-0,6%
IPCA + yield IMA-B 5+		5,8%
Ibovespa		6,5%
IBrA		9,8%

Guararapes/Riachuelo – o varejo foi um dos setores mais impactados pela Covid-19. A Riachuelo não foi exceção. Entretanto, a companhia adaptou-se rapidamente ao novo cenário com diversas novidades para alcançar o cliente, agora em casa, como vendas por WhatsApp, *ship-from-store*, lançamento de novas categorias (Carter's e Casa Riachuelo). Outra decisão acertada foi assegurar um alto nível de recebimento com uma nova política de cobrança, suportada por uma população abastecida pelo "corona voucher". Essas ações minimizaram os impactos da pandemia e contribuíram para que a companhia sobressaísse operacionalmente perante seus pares. Além disso, em 2021, a empresa implementou 2 projetos planejados há mais de 1 ano: a conta

digital da financeira Midway e seu *marketplace* próprio. Esses projetos auxiliarão a companhia a fidelizar ainda mais seus clientes nesta nova era mais digital. Em termos de governança corporativa, a empresa continua se aproximando do mercado e de suas melhores práticas. A migração para o Novo Mercado, já anunciada, deve se concretizar ainda em 2021, após a formalização do processo por um conselho de administração que conta agora com membros independentes. Uma nova governança e o retorno à normalidade sustentam um momento ainda positivo para a companhia.

Eneva – durante um período de escassez hídrica e baixo nível dos reservatórios das hidrelétricas do subsistema Sudeste e Centro-Oeste – que corresponde por mais da metade da geração de energia elétrica do Brasil – aumenta a demanda por geração termelétrica, o que beneficia a Eneva (ao menos até a reversão do cenário atual). Em paralelo, segura de que o gás natural terá um papel crucial na transição para economia de baixo carbono, a Eneva adquiriu novos blocos exploratórios nas bacias do Amazonas e Paraná, declarou a comercialidade do campo Gavião Carcará na Bacia do Parnaíba, expandiu suas reservas certificadas de gás nos campos já operantes e está em

tratativas finais para compra do Polo de Urucu, na Bacia do Solimões, da Petrobrás. A companhia se apresenta, portanto, como um *player* estratégico, reforçando nossa tese de que a Eneva será uma das protagonistas da transição energética do país, por meio de usinas de geração a gás natural – que, cada vez mais, servem de lastro para o sistema elétrico nacional.

B3 – embora os resultados da B3 continuem evoluindo a olhos vistos, suas ações caíram mais de 15% neste primeiro semestre, o que resultou num *de-rating* significativo da empresa (seu P/E saiu de 27x para 19x). As principais razões disso foram, em nossa visão: (i) a volta do fantasma da competição, que se fez escutar com mais clareza no segundo trimestre, seja na forma da saída de um conselheiro de administração para evitar conflitos de interesse (José Berenguer, que lidera o Banco XP), seja pelo desenvolvimento de uma outra empresa em mercado onde a B3 atua (Mark 2 Market), (ii) um aumento generalizado das taxas de juros, conforme comentamos mais acima, que pode desestimular a negociação de ativos de risco, como ações e (iii) uma rotação nos portfólios dos investidores, que buscaram empresas mais ligadas à reabertura da economia (por exemplo, varejo físico).

Com relação à rotação nos portfólios, nossa visão é que, por definição, esse é um fenômeno passageiro e reversível. Felizmente temos o *staying power* para continuarmos investidos em grandes negócios, com vistas aos retornos de alguns anos e não de alguns meses.

Quanto à competição, há uma frase de Philip Fisher que nos parece oportuna: “*High profit margins may be compared to an open jar of honey owned by the prospering company. The honey will inevitably attract a swarm of hungry insects bent on devouring it.*”

E como a B3 pode defender seu pote de mel? Há vetores claros a seu favor: os agentes de mercado têm incentivos para ir aonde há maior liquidez – e a maneira sustentável no longo prazo para garantir isso é a busca interminável pela excelência operacional, desestimulando novos entrantes, de acordo com Fisher. Essa excelência pode se dar não apenas minimizando erros, mas maximizando suas oportunidades, como, por exemplo, um aumento da receita proveniente do tratamento de dados, como observado internacionalmente.

Sobre a alta das taxas de juros, nosso cenário base é que ainda ficaremos abaixo das médias históricas nos próximos anos e, portanto, a B3 continua sendo uma das melhores empresas para aproveitar o *financial deepening*, fenômeno que acreditamos ser perene. Há, dessa forma, espaço para que o chamado *Buffet Indicator* (a relação *Market Cap / PIB* – olhado aqui pelo ângulo da penetração, sem levar em conta se a Bolsa está cara ou barata) cresça no Brasil e para que a entrada de investidores individuais na Bolsa continue por mais alguns anos, além do incremento da participação do *HFT (High Frequency Trading)* nos volumes transacionados e uma expansão do *free-float* agregado (maior número de ações disponível para negociação). Essa combinação de fatores, aliada a uma maior quantidade de *IPOs*, implica em um *turnover* (giro financeiro) estruturalmente maior que o do passado. Assim, entendemos que o crescimento deverá seguir no longo prazo, sustentado por margens elevadas, ainda que tendam a ser menores que as atuais.

Por fim, vemos a empresa excessivamente descontada em relação a seus pares globais, dado o alto nível de entrega que ela tem realizado.

XP

No início deste ano começamos a investir diretamente em XP. Iniciamos o estudo do caso ainda em 2020, dado que temos uma participação indireta considerável via Itaú (que ainda possui 41% da empresa). Atualmente, a participação de XP no *market cap* do Itaú é de cerca de 17%.

A XP é um daqueles casos extraordinários de criação de valor: fundada em 2001, a empresa já tem um valor de mercado de R\$ 120 bilhões. A explicação para isto, em nossa opinião, poderia ser resumida por: alto crescimento, cultura ágil, resiliência dos *AUC* (*assets under custody*) em cenários econômicos desfavoráveis, potencial de novos negócios, força de vendas com os assessores e retornos sobre o capital acima da média da indústria.

Colocando alguns dos itens acima em perspectiva: em seu *core business*, investimentos no varejo, a empresa ainda possui menos de 10% de *market share* e, quando consideramos seu potencial nos mercados de crédito e de cartões, o espaço para crescimento é amplificado. A XP, durante a crise econômica de 2014 – 2016, cresceu seus *AUC* a 90% ao ano, exemplificando não apenas sua defesa em cenários adversos, mas seu crescimento em ambientes econômicos hostis. A companhia consegue crescer sem altos investimentos – seu modelo de negócios é *asset light* – e, portanto, tem condições de crescer receita a taxas altas e, ao mesmo tempo, expandir suas margens via ganhos de escala. Um exemplo disso é seu crescimento composto de receita de 62% ao ano nos últimos 3 anos, com sua margem líquida expandindo de 16% em 2018 para 26% em 2020. Todo esse crescimento é consequência de sua cultura ágil, muito trabalho e pioneirismo. A XP, por exemplo, foi pioneira na valorização da carreira do assessor de investimento; não por acaso, ela domina esse mercado, com 80% dos agentes autônomos de investimento de todo o país. Ela criou um modelo de negócios que incentiva os vencedores, dividindo suas receitas com os escritórios de agentes autônomos, que por sua vez compartilham suas receitas com os assessores.

Naturalmente, existem também riscos no caso XP. A empresa precisa continuar crescendo, e a concorrência abriu os olhos (particularmente o BTG). Mas acreditamos nas vantagens competitivas da companhia e, conseqüentemente, em seu potencial de entregar bons resultados no longo prazo.

MOS Global FIA IE

No 1º semestre de 2021, o MOS Global teve um desempenho, em US\$, de +6,9%, versus +4,9% do CPI+2,5% e +14,4% do S&P 500. Em R\$, subiu 2,9%, versus +5,8% do IPCA + yield IMA-B 5+ e +6,5% do Ibovespa.

Berkshire Hathaway e Citi tiveram as maiores contribuições neste semestre, com impacto de +3,8 e +3,1 pontos percentuais na cota. Na outra ponta, apenas Disney teve uma pequena contribuição negativa (-0,2 ponto percentual), conforme tabela abaixo.

Sobre Disney e Johnson & Johnson falamos em nossa carta anterior e, no momento, não há nada a acrescentar. A seguir nossos comentários sobre Berkshire Hathaway e Citi.

	Contribuição para o Fundo 1S21	Desempenho do Ativo 1S21
Berkshire Hathaway	3,8%	19,9%
Citi	3,1%	14,7%
S&P 500 (ETF)	2,1%	14,5%
<i>Bonds</i>	2,0%	3,1%
Johnson & Johnson	0,6%	5,6%
Disney	-0,2%	-3,0%
Custos e Outros	-4,5%	
MOS GLOBAL FIA IE	6,9%	6,9%
CPI-US + 2,5% a.a.		4,9%
S&P 500		14,4%

Obs.: variações em US\$

portfólio da Berkshire, observamos que a participação do conglomerado em todas suas empresas listadas (Apple, Bank of America, Coca Cola etc.) somada aos investimentos em *bonds* equivalia a aproximadamente US\$ 400 bilhões. O valor de mercado da companhia à época era de US\$ 530 bilhões. Não nos parecia razoável, portanto, que todos os outros negócios, como a BNSF, maior ferrovia dos EUA, a Berkshire Hathaway Energy, segunda maior *utility* em renováveis dos EUA, o *underwriting* das seguradoras etc. valessem somente US\$ 130 bilhões, ou 7,2x seu lucro.

Para se ter uma ideia, a Union Pacific, ferrovia de tamanho e atuação geográfica similares a BNSF, é negociada a 23x o lucro de 2021 e a Kansas City Southern, ferrovia de menor escala, recebeu recentemente uma proposta de aquisição que a avaliou em 36x o lucro de 2021. Ou seja, o desconto de conglomerado era tanto que, se aplicássemos um múltiplo de 23x no lucro da BNSF de 2021 (que estimamos em US\$ 5,9 bilhões), já chegávamos ao valor de mercado da Berkshire. Obviamente, o próprio Buffett tem enxergado essa discrepância entre preço e valor e vem recomprando ações da empresa nos últimos trimestres. Ao longo do semestre, essa discrepância foi parcialmente corrigida, com a ação subindo quase 20%. Além disso, na parte de governança, Buffett finalmente declarou quem será seu sucessor: Greg Abel, executivo de longa data e atual VP de *non-insurance businesses* do conglomerado. Em resumo, acreditamos que as principais investidas da Berkshire continuarão crescendo consistentemente seus lucros nos próximos anos e, portanto, seguimos otimistas com o caso.

Berkshire Hathaway – em nosso portfólio global, o conglomerado de Warren Buffet obteve a melhor performance. Já nos primeiros meses de 2021, com a aceleração do processo de vacinação nos EUA e o anúncio do arrojado plano de US\$ 2 trilhões em infraestrutura, ficava claro que, não só os setores de tecnologia e saúde, mas também aqueles mais correlacionados com o PIB americano, como *Industrials* e *Financials*, deveriam ter um bom desempenho. Ao analisarmos o

Citigroup – como em todo o setor financeiro americano e grande parte do setor financeiro global, também no Citi o semestre foi marcado positivamente por (i) ganhos recordes nos departamentos de *Investment Banking*, devido ao crescente número de *IPOs*, (ii) aumento robusto no número de transações nos departamentos de tesouraria e mesas de *equities* e *fixed income* e (iii) continuidade nas reversões de provisões, que haviam sido majoritariamente realizadas no começo da pandemia. Por outro lado, quando analisamos o negócio de empréstimos, o cenário é diferente. Além de as taxas de juros continuarem em níveis baixos em relação a décadas passadas, o aumento da liquidez no sistema financeiro, causado principalmente pelos "*stimulus checks*", fez com que as pessoas físicas não só elevassem o pagamento dos seus cartões de crédito, como também aumentassem os níveis de depósito. Além das pessoas físicas, as empresas também estão muito líquidas, mantendo a demanda por novos empréstimos em níveis muito tímidos.

Voltando para o Citi, Jane Fraser, executiva há vários anos do banco, assumiu como CEO em fevereiro de 2021. Com ela, vieram promessas de transformações, como foco em *wealth management* e simplificação da estrutura do banco. A nova CEO já vem implementando parte de seu plano, encerrando as atividades do banco de varejo em 13 lugares, onde julga não ter escala para competir localmente, e contratando centenas de *bankers* nos escritórios de Hong Kong e Cingapura. Acreditamos que nos próximos trimestres os bons resultados nas áreas de serviço não devem se repetir e a margem financeira do banco deve continuar comprimida. Além disso, dado o histórico de execução do *management*, também estamos cautelosos com a implementação da nova estratégia. No entanto, as ações do Citi ainda negociam com um desconto de 25% sobre o valor patrimonial, nível bem inferior ao de seus pares.

Caso tenha alguma dúvida, não hesite em nos contatar.

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.