

Carta Semestral MOS FIA – 2º semestre de 2020

2020 terminou, mas não a pandemia. Apesar disso, os mercados financeiros fecharam o ano com traços de euforia. Nos Estados Unidos, o S&P 500 subiu respeitáveis 16,3% e continua rondando suas máximas históricas. Por aqui, o Ibovespa encerrou o ano com 2,9% de alta – também próximo de suas máximas. Ao analisarmos retornos de índices, cabe sempre a ressalva: alguns setores e empresas têm desempenhos bastante divergentes. Um caso muito evidente e bastante comentado é o das grandes companhias de tecnologia norte-americanas (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Netflix e Google, as FAAMNGs), que foram responsáveis por praticamente dois terços da alta do S&P 500 – ou seja, vários outros setores não tiveram a mesma sorte (por exemplo, *Energy* e *Financials*, que fecharam o ano com desempenho negativo).

No Brasil, este fenômeno também pode ser observado. O setor de Materiais Básicos, por exemplo, contribuiu com cerca de 10 pontos percentuais para a alta do Ibovespa. Já o setor Financeiro teve contribuição negativa. Companhias como CSN, WEG e Magazine Luiza subiram 126%, 120% e 110%, respectivamente. Na outra ponta, IRB, Cogna e Embraer fecharam 2020 caindo 77%, 60% e 55%. Embora essa discrepância seja tão antiga quanto o capitalismo – “enquanto uns choram outros vendem lenços” – este ano de pandemia exacerbou as diferenças entre vencedores e perdedores. A dúvida que permanece, como sempre, é: os vencedores continuarão vencendo? Ou estamos às vésperas de uma revanche? Nossa veia *contrarian* e nosso apreço pela margem de segurança sugerem que alguns dos ditos perdedores do último ano serão os vencedores deste e de anos vindouros.

Enquanto isso, em Brasília, a classe política tem sua atenção e energia voltadas às eleições para a presidência da Câmara e do Senado. Em tese, para que a agenda de reformas estruturantes avance, o ideal é que os “candidatos do Governo” saiam vitoriosos, o que, neste momento, não está garantido. Independentemente disso, continuamos pouco confiantes na capacidade/vontade de nossos governantes de promover as reformas tributária e administrativa de que o país tanto precisa. Privatizações de empresas estatais também parecem ter descido na lista de prioridades. E, em paralelo, uma bomba fiscal vai sendo armada – o que, obviamente, resultará em taxas de juros mais altas que as atuais.

Uma vez mais, portanto, nossa postura é de cautela: temos 13% do fundo em caixa, aproximadamente 15% do portfólio protegido por opções de venda (*puts*) e 40% da carteira em empresas de infraestrutura (Rumo, Energisa, B3 e Eneva). Acreditamos que, com isso, nosso barco está preparado para enfrentar uma eventual tempestade.

Como muitos já sabem, em outubro de 2020 a Teorema se transformou na MOS. Este foi o resultado de um processo evolutivo de nossa gestora, que passa a funcionar como uma *partnership*, com foco em rentabilizar prudentemente o dinheiro de nossos cotistas e com objetivos ambiciosos de crescimento – e consequentemente de atração e retenção de talentos. Acreditamos que o trabalho que vínhamos fazendo será aperfeiçoado neste novo ambiente. Novos sócios se juntaram ao time de Gestão & Análise e agora somos 7 nessa área. Temos ainda um sócio dedicado exclusivamente ao Relacionamento com Investidores e uma área de Risco, Controles & *Compliance* equipada com um novo sistema operacional. Estamos convictos que os próximos 5 anos serão ainda melhores que os últimos 5.

MOS FIA

No 2º semestre de 2020, o MOS FIA teve um desempenho de 6,2%, versus 6,5 % do IPCA + yield IMA-B 5+, 25,2% do Ibovespa e 25,3% do SMLL (Índice *Small Cap*). No ano, o fundo subiu 2,8%, versus 8,2% do IPCA + yield IMA-B 5+, 2,9% do Ibovespa e -0,7% do SMLL (Índice *Small Cap*).

As empresas que mais contribuíram para o resultado do semestre foram Eneva, Itaú e Ultra. Do lado negativo, Rumo e M Dias foram os destaques. No ano, as contribuições mais positivas vieram de Eneva, B3 e Camil; já as maiores detratoras foram Rumo, lochpe-Maxion e Guararapes, conforme tabela mais abaixo. A seguir nossos comentários sobre os temas mais relevantes de nosso portfólio no momento:

Rumo – o ano de 2020 foi difícil para a empresa, pela maior concorrência dos caminhoneiros e da saída hidrovária do Arco Norte, o que reduziu as tarifas de transporte. Com isso, a ação foi penalizada; por outro lado, a companhia vem fazendo alguns importantes deveres de casa, como a renovação de sua principal malha ferroviária, a Malha Paulista. Olhando para frente, enxergamos muitas oportunidades de geração de valor na empresa, como, por exemplo, a extensão de sua malha até Lucas do Rio Verde (na região central do Mato Grosso), o início das operações da Malha Central (antiga Norte-Sul) e o uso de trens mais eficientes (com maior capacidade de carga e menor consumo de combustível). Nas cotações atuais, estimamos para o investimento uma TIR real de um dígito alto (8-9%) no médio/longo prazo, que nos parece bastante atrativa quando comparada aos ~4% dos títulos mais longos do Tesouro.

	Contribuição para o Fundo 2020	Desempenho do Ativo 2020
Eneva	4,2%	42,1%
B3	4,0%	49,0%
Camil	1,6%	29,4%
Itaú	0,6%	-12,4%
Energisa	0,5%	-1,0%
Yduqs	0,4%	-29,4%
Ultrapar	0,2%	-5,6%
Fleury	-0,2%	-9,3%
M Dias Branco	-0,3%	-8,9%
Valid	-1,1%	-44,7%
Guararapes	-1,4%	-35,6%
lochpe-Maxion	-1,5%	-30,7%
Rumo	-1,9%	-26,3%
Outros	-2,5%	
MOS FIA	2,8%	2,8%
IPCA + yield IMA-B 5+		8,2%
Ibovespa		2,9%
Índice <i>Small Cap</i>		-0,7%

lochpe-Maxion – já havíamos comentado sobre a lochpe em nossa carta do 1º semestre e, apesar de uma valorização da ação no 2º semestre, ainda enxergamos a empresa com preços atrativos. Acreditamos que o ano de 2021 será de alguma recuperação mundial na produção de veículos, após um ano de 2020 com quedas abruptas e agudas, com impacto direto nos mercados de rodas e componentes estruturais automotivos, seus principais produtos. É importante ressaltar que, embora a recuperação desses mercados deva acontecer de forma gradual ao longo dos próximos anos, enxergamos a companhia muito bem posicionada, exposta a regiões com moeda forte e mais defensivas (EUA e Europa) e a mercados de maior

crescimento (Índia e China). Por fim, conforme acreditávamos ao final do 1º semestre, apesar de a companhia ter visto seus índices de alavancagem financeira subirem para patamares

desconfortáveis, não houve risco real de solvência e/ou liquidez, apenas um encurtamento de suas dívidas – algo totalmente administrável.

M Dias – no 2º semestre, a M Dias caminhou em linha com o que havíamos escrito na carta anterior. Embora o crescimento de volume tenha se mantido acima dos 20% (versus 2019), a política comercial adotada pela companhia de não aumentar muito os preços para preservar *market share*, em conjunto com uma persistente alta no custo de seu principal insumo em reais, o trigo, comprometeu a entrega de resultados mais expressivos, principalmente do ponto de vista de margens. Entretanto, a companhia já sinalizou que adotará uma relação mais equilibrada entre preço e volume a partir de 2021, o que deve contribuir para expansão de margens e, conseqüentemente, melhores resultados. Além disso, dois outros fatores devem sustentar essa recuperação: (i) a companhia colherá os benefícios do projeto Multiplique de revisão de custos e despesas implementado no ano de 2020 e (ii) uma queda do custo do trigo em dólares é esperada, pois a demanda e a oferta do insumo tendem a se reequilibrar após os efeitos mais agudos da pandemia. Segundo nossas projeções, M Dias está sendo negociada a 14x seu lucro de 2021, um desconto de 20% em relação a sua mediana histórica – em nossa opinião, um preço muito atrativo.

Ultra – o setor de distribuição de combustíveis, do qual faz parte o principal negócio da Ultra, a Ipiranga, foi duramente impactado pela pandemia. Com a redução da mobilidade no Brasil, os volumes sofreram fortes quedas; o ápice foi no 2º trimestre de 2020. Ao longo do 2º semestre, os volumes foram mês a mês se recuperando, apesar de na comparação anual ainda apresentarem queda. Colocando em números: a companhia apresentou no 2º trimestre um lucro de R\$ 50 MM, uma queda de 59% em relação ao mesmo período do ano anterior. No trimestre seguinte, seu lucro cresceu 4,5x, para R\$ 277 MM, uma queda de 10% ano contra ano. Não menos importante que os resultados, a Ultra avançou em temas cruciais de governança e alocação de capital no período. O Pátria consolidou sua participação no veículo Ultra S/A, controlador na prática da companhia. Com essa transação, o fundo de *private equity* passou a fazer parte do acordo de acionistas e indicou um membro para o conselho de administração da empresa. Esse movimento é um dos exemplos de renovação que se concentra, em um primeiro momento, na alta administração. A formação do conselho deve sofrer outras mudanças na próxima assembleia ordinária, em abril de 2021, com destaque para o retorno de Marcos Lutz, antigo executivo do grupo com notável passagem posterior pela Cosan. Espera-se que esse novo arranjo do colegiado traga uma visão mais moderna à companhia em seu principal negócio (Ipiranga) e aprimore sua alocação de capital. Sobre este último ponto, o anúncio recente de desinvestimento da Oxiteno e da Extrafarma e a entrada no segmento de refino de petróleo (via plano de desinvestimento da Petrobrás) direcionam acertadamente a companhia para os mercados em que possui um diferencial, em particular o de distribuição de combustíveis. Atualmente, vemos Ultra sendo negociada a 9x EBITDA 2021, um desconto de quase 15% em relação ao histórico. Face esse novo ciclo da empresa, seu *valuation* nos parece bastante atrativo.

Yduqs

Em setembro de 2020 começamos a investir em Yduqs, empresa que atua no setor de educação superior. Fazia pouco tempo que a companhia havia divulgado seus resultados do segundo trimestre de 2020, que mostraram um prejuízo contábil de quase R\$ 80 milhões, explicado, em boa medida, por descontos concedidos por leis e decisões na Justiça, mas também por um aumento significativo nas despesas com PDD (Provisão para Devedores Duvidosos). Como a Yduqs já estava em nosso radar e tínhamos iniciado seu estudo havia vários meses, aproveitamos para investir neste momento

de estresse, já que consideramos exagerada a reação do mercado à divulgação dos resultados, tendo em vista que o bom histórico de criação de valor da empresa deve se repetir ao longo dos próximos anos. A 13x lucro 2021, a Yduqs havia se tornado a empresa de menor múltiplo do setor, posição historicamente ocupada pela Ser, uma companhia menor e com ações menos líquidas. Até o momento, este se provou um bom ponto de entrada no investimento.

No entanto, o setor continua sendo visto por muitos com ceticismo. De fato, os desafios são grandes. Por exemplo, há uma alta capacidade ociosa no segmento de educação superior. Isso gera uma forte competição entre as empresas, que acabam por conceder descontos significativos nas mensalidades. Como há uma grande quantidade de alunos com baixo poder aquisitivo, vemos uma redução constante do *ticket* médio (uma *proxy* da mensalidade paga pelo aluno). Por outro lado, vemos a Yduqs bem posicionada para consolidar o setor, ganhando *market share*, tanto organicamente como via aquisições, especialmente neste contexto de grave crise. Dessa forma, de maneira bastante resumida, enxergamos a base de alunos crescendo no longo prazo, graças a ciclos de captação bem sucedidos no segmento EAD (Ensino à Distância), o que implica em uma expansão das margens consolidadas em decorrência da diluição de custos. É fato que a qualidade do ensino e a experiência do aluno hoje estão aquém do que esperamos – objeto de questionamentos de nossa parte em relação à empresa – mas, em média, a obtenção do diploma ainda se traduz em prêmio no salário, um importante pilar de nossa tese.

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.