

## Carta Semestral – 1º semestre de 2023

O primeiro semestre de 2023 enfim trouxe uma mudança de tendência nos mercados financeiros globais. Tanto no mundo desenvolvido quanto no emergente, os ativos de risco em geral se apreciaram, mesmo com vários bancos centrais ainda no processo de aperto monetário (leia-se, elevação das taxas de juros). No Brasil, o debate há alguns meses era sobre *quando* nosso banco central começaria a *cortar* os juros, e com que intensidade/velocidade. Finalmente, na reunião de agosto, o COPOM decidiu reduzir em 0,50% a taxa básica, para 13,25% ao ano.

Nesse primeiro semestre de Governo Lula-3, embora o discurso por vezes tenha sido na direção contrária ao liberalismo econômico, à prudência fiscal e à consequente construção de um país mais desenvolvido, o que observamos foi algum pragmatismo da nova equipe econômica, com destaque para o avanço da tão importante reforma tributária. Com isso, investidores estrangeiros e locais voltaram a tomar risco no Brasil, provocando um fechamento substancial da curva de juros e uma apreciação considerável da Bolsa e do real.

É importante registrar aqui a relevância dos ciclos de mercado. Enquanto, no primeiro trimestre, havia uma persistência do cenário de extremo pessimismo, com empresas negociadas a múltiplos muito descontados e uma curva de juros apontando para taxas de longo prazo superiores aos 13,00% ao ano, no segundo trimestre, o desempenho dos mercados de juros, câmbio e Bolsa definiram o ponto de inflexão no ciclo de mercado brasileiro, ratificado por essa decisão do COPOM de agosto.

Os fundos locais da MOS se beneficiaram desse ambiente, embora poucas mudanças tenham sido feitas em nossos portfólios. Na prática, as ações das empresas em que investimos há alguns anos simplesmente voltaram a níveis mais razoáveis de precificação – depois de terem sido jogadas na proverbial “bacia das almas”.

Historicamente, períodos marcados por cortes sequenciais e fundamentados na taxa básica de juros, como o que antevemos agora, têm relação direta com uma melhora na Bolsa. Isto, somado aos sólidos fundamentos das companhias em que investimos, nos mantem bastante convictos com nosso portfólio e, portanto, seguimos com os fundos totalmente alocados nessas empresas.

---

A MOS passou por uma mudança importante nesse primeiro semestre. No início de janeiro, nosso sócio-capitalista ( *Holding Teorema*) deixou a sociedade e, com isso, nosso patrimônio sob gestão sofreu uma redução considerável.

Pouco tempo depois, porém, encontramos uma nova sócia, a QLZ Asset Management, que tem mais de 30 anos de história e cerca de R\$ 1 bilhão sob gestão em fundos estruturados. A QLZ (antiga Queluz) transferiu seus fundos de ações para a MOS e tem contribuído ativamente na prospecção e captação de novos clientes. Passados alguns meses, estamos confiantes de que esta parceria se provará muito próspera para todos – sócios da gestora e cotistas dos fundos.

## MOS FIA, MOS Institucional FIA e QLZ MOS FIA

No 1º semestre de 2023, o MOS FIA teve um desempenho de +23,6%, versus +5,7% do IPCA + yield IMA-B 5+, +7,6% do Ibovespa e +13,3% do Índice Small Cap.

	Contribuição para o Fundo 1S23	Desempenho do Ativo 1S23
Yduqs	6,4%	94,9%
Ultra	3,6%	50,9%
M Dias	2,5%	19,1%
PanVel	2,3%	26,2%
Energisa	2,0%	16,1%
Hapvida	2,0%	-13,8%
Guararapes/Riachuelo	1,7%	18,4%
B3	1,6%	13,1%
Rumo	1,2%	19,7%
Itaú	1,1%	16,5%
XP	1,1%	39,3%
lochpe-Maxion	0,9%	9,0%
Eneva	0,8%	2,8%
Mercado Livre	0,0%	25,0%
Camil	-1,4%	-13,1%
Custos e Outros	-2,2%	NA
<b>MOS FIA</b>	<b>23,6%</b>	<b>23,6%</b>
IPCA + yield IMA-B 5+		5,7%
Ibovespa		7,6%
Índice Small Cap		13,3%

As empresas com maior contribuição positiva para o fundo no período foram Yduqs, Ultra e M Dias, conforme tabela ao lado. Sobre Yduqs e Ultra comentaremos a seguir. Quanto à M Dias, em nossa última carta dissemos que, embora suas ações tivessem apreciado mais de 50% em 2022, ainda considerávamos atrativo seu nível de *valuation* e, portanto, mantivemos uma alocação razoável na empresa – e suas ações subiram mais 19% nesse primeiro semestre. Do outro lado, a única contribuição negativa veio de Camil (-1,4%), sobre a qual falamos em nossa carta do 1º semestre de 2022. Naquele momento, citamos a entrada da empresa em dois novos segmentos (massas e café) e no Equador (em arroz), além da aquisição da Silcom no Uruguai. De lá para cá, a Camil

comprou a Mabel e enfim entrou no cobiçado mercado de biscoitos, que, como massas e café, historicamente tem margens e retornos sobre capital superiores a arroz, feijão e açúcar – os principais “negócios legado” da empresa. Nossa impressão é, portanto, que o mercado aguarda a confirmação dessas margens e retornos superiores nos números da companhia, o que, em nossa opinião, acontecerá em breve. Quando isso acontecer, ficará evidente quão descontadas estão as ações da Camil e, então, os retornos para seus investidores deverão ser substanciais.

### Yduqs

No primeiro semestre de 2023, a Yduqs foi, de longe, a empresa que mais contribuiu para o desempenho do fundo (+6,4%). Os resultados divulgados pela companhia nos dois primeiros trimestres do ano animaram o mercado e geraram uma série de revisões de lucro para a empresa. Olhando para os números, no nível operacional, a companhia e o setor mostraram que (também aqui) podemos estar diante de um ponto de inflexão. Depois de um longo período de reajustes negativos em preços – uma referência da mensalidade paga pelo aluno – na primeira metade de 2023, a empresa voltou a aplicar reajustes positivos e acima da inflação; além disso, teve boa captação de alunos nos primeiros meses do semestre, período que geralmente dita a tendência do ano. Mesmo sem dar muitos descontos, a Yduqs teve ingresso de 324 mil novos alunos, um crescimento de +11,8% em relação ao mesmo período de 2022. O número é mais relevante quando olhamos para a unidade de ensino a distância (EAD), em que a pressão em preços era mais intensa,

pois a modalidade enfrenta um cenário competitivo acirrado. Nos primeiros 6 meses do ano, a Yduqs aplicou um reajuste médio de mais de 15% nas mensalidades (considerando calouros e veteranos) e, mesmo com esse patamar de repasse, conseguiu uma captação de 276 mil alunos, crescimento de 26% versus o primeiro semestre de 2022.

Outro ponto de destaque foi a melhora de rentabilidade, com expansão de 5 pontos percentuais na margem EBITDA consolidada (na comparação com os 6 primeiros meses do ano passado). A companhia enfim começou a colher alguns frutos do esforço dos últimos trimestres, como, por exemplo, a melhora no “ensalamento” por meio do compartilhamento de disciplinas, além da adoção do conteúdo digital nos cursos presenciais, o que ajuda na otimização de custos. Além disso, a Yduqs conseguiu diluir custos com campanhas de captação, dado o maior volume de calouros no semestre. Mas o efeito mais relevante foi a maior participação do EAD e do segmento *premium* (medicina e lbmec, principalmente) no faturamento consolidado, unidades de negócios com margens mais elevadas.

Como dissemos, acreditamos que o setor de educação está passando por um ponto de inflexão: a concorrência parece estar mais racional e, mesmo nesse cenário de reajustes acima da inflação, a demanda segue firme. Na nossa visão, parte dessa melhora já foi precificada e, portanto, reduzimos nossa exposição à Yduqs. Porém, caso o cenário econômico mais benigno se confirme e um “novo FIES” seja lançado, o valor intrínseco da empresa pode ainda crescer consideravelmente.

## **Ultra**

Começamos o ano convencidos de que Ultra estava precificada a múltiplos muito baixos, com um desconto substancial em relação a seu valor intrínseco. Nossa impressão era que o mercado não acreditava no *turnaround* da Ipiranga, nem dava a atenção devida à Ultragaz e Ultracargo.

Sobre Ipiranga, sentíamos o mercado descompassado com o que a empresa tem mostrado nos últimos 3 anos: nova estratégia de preços, com uma política mais flexível e adaptada às particularidades regionais e, na gestão da rede de postos, contato mais próximo com os revendedores, prioridade aos de alto volume e preservação da percepção de qualidade da marca. Com isso, o resultado do 1º trimestre surpreendeu o mercado, vindo significativamente acima das expectativas: esperava-se uma quase repetição do 4º trimestre de 2022, em que a margem desceu a preocupantes R\$ 52/m³, por uma gestão ineficiente de estoques; na prática, no 1º trimestre a margem subiu para impressionantes R\$ 99/m³, bem acima inclusive dos concorrentes (Shell: 51, BR: 78), o que causou uma reprecificação significativa nas ações da Ultra.

No setor de combustíveis, havia receio quanto à política de preços que a Petrobras adotaria sob o novo Governo – de fato, ela se mostrou confusa e de difícil acompanhamento – e, nos últimos meses, tem voltado a ser um instrumento de combate à reoneração dos combustíveis. Ao longo do semestre, surgiu ainda um outro tema relevante: diesel russo. O diesel importado da Rússia representou, no pico, mais de 50% das importações mensais de diesel do Brasil, a descontos superiores a 10% em algumas transações, subvertendo a lógica da importação dominada pela Petrobras e as três grandes distribuidoras (BR, Shell e Ipiranga), com importadores menores assumindo fatias importantes do mercado e capturando boa parte do lucro resultante dos descontos, já que a única das três distribuidoras que importou diesel russo, supostamente, foi a Ipiranga. Ou seja, é de se esperar

uma contribuição positiva deste fator nos próximos resultados da companhia, especialmente se visto em conjunto com um mercado de combustíveis mais benigno, depois de um 1º semestre difícil, com reduções de preço e as consequentes perdas em estoque.

Sobre Ultragaz, desde o início do ano passado nos chama atenção as crescentes e consistentes expansões de margem: de R\$ 426/tonelada em 2021 para R\$ 917 no 2º trimestre de 2023, aumento de 115%. Parte disso se deve ao ganho de eficiência que a nova administração conquistou desde 2019 e outra parte se deve à trajetória dos preços do gás liquefeito de petróleo (GLP) envasado vendido pelas distribuidoras versus o preço cobrado pela Petrobras (principal fornecedora). Quanto à eficiência, ressaltamos o bom trabalho que a administração tem feito ao aumentar a penetração no mercado a granel (hoje 46% do volume total): trata-se de um segmento que opera com contratos longos, com exclusividade, maior liberdade de preços e oportunidade para venda de soluções exclusivas; portanto, com maior potencial de geração de valor para a companhia. A parte dos preços pode ser explicada da seguinte forma: os preços de envasados caem numa velocidade muito mais lenta que os preços que a Petrobras cobra das distribuidoras, resultando em margem extra por algum tempo – tanto que mesmo entre os concorrentes da Ultragaz a margem aumentou 40% ao longo do ano passado.

Em resumo, nossa visão é que o valor intrínseco do grupo Ultra continuará crescendo por mais alguns anos, tanto pelos negócios atuais (Ipiranga, Ultragaz e Ultracargo) quanto por eventuais novos ativos a serem adquiridos e/ou desenvolvidos.

## **Rumo**

Iniciamos 2023 com a expectativa de que o momento positivo da Rumo continuaria, com resultados consistentes e crescentes. Nossa crença era baseada em dois motivos principais: uma safra atrasada, mas com todos os sinais de um volume recorde, e um movimento de queda de juros ao longo do ano.

Quanto à safra, nossa visão se mostrou acertada, embora a Rumo não tenha sido capaz de capturar todo o volume possível devido aos roubos de carga em Santos. A safra desse ano foi recorde, com 130 mil toneladas (25% acima do ano passado), apesar da quebra no Rio Grande do Sul decorrente de mais um ano de seca por conta do La Niña. Além disso, o atraso na colheita no Centro-Oeste pelas chuvas excessivas levou a um acúmulo de cargas em uma janela curta de tempo, resultando em ganhos fortes de tarifa (+28% ano contra ano, 5x inflação no período), que mais que compensaram o prejuízo com os roubos de cargas em Santos, da ordem de R\$ 85 milhões nas operações *take-or-pay*. Continuamos otimistas com o cenário da safrinha de milho, agora no segundo semestre, e, para 2024, o El Niño deve contribuir com as safras do sul do país, auxiliando a recuperação das cargas da Malha Sul. O cenário positivo das safras, aliado ao gargalo logístico do Brasil – para o qual não enxergamos uma solução antes de 2025/26 (com uma eventual duplicação da BR-163, por exemplo) – devem continuar trazendo fortes ganhos no preço do frete.

Quanto à queda dos juros, embora ainda não tenha havido redução relevante no nível das taxas, isto deve acontecer ao longo do 2º semestre, conforme mencionamos anteriormente. A redução das despesas financeiras para a Rumo é fundamental: embora a empresa não esteja mais tão alavancada desde a venda de parte da Elevações Portuárias S/A (a DL/EBITDA atual está em 2,2x),

ela possui investimentos relevantes programados para os próximos anos. Destes, chamamos atenção para os R\$ 15 bilhões da extensão da Malha Norte até Lucas do Rio Verde, para adentrar no coração da produção de soja do Mato Grosso. É um investimento importante, pelo incremento que traz não só com volumes adicionais, mas devido à maior proximidade geográfica ao cliente, que gera aumento nas distâncias faturadas e que, pelas nossas contas, pode trazer ganhos de R\$ 3 bilhões de EBITDA em 2032, quando deve ser concluída a última etapa.

Por fim, vale comentar sobre os novos projetos ferroviários ventilados pelo Governo Federal: Ferrogrão, FIOLE (Ferrovia Integração Oeste-Leste) e FICO (Ferrovia Integração Centro-Oeste), dentre os quais Ferrogrão e FICO ocupam espaços contíguos à extensão planejada pela Rumo. No entanto, Ferrogrão, mesmo se aprovado hoje, não seria finalizado antes de 2032 e é a resposta para um gargalo estrutural que já existe com o volume *atual* de carga. Ou seja, em um mercado agrícola com expansão de área e produtividade nos próximos 10 anos (a expectativa atual do Governo é de aumento anual de 2,5% de safra), é difícil imaginar uma perda relevante de competitividade ou ameaça estrutural de demanda para a Rumo. Já FICO é mais importante para a ligação de Rondônia ao Centro-Sul do que para o escoamento de grãos e, portanto, não nos parece uma ameaça.

Com isso, mantemos nossa convicção na Rumo, que vive um bom momento no curto prazo e tem oportunidades relevantes de geração de valor no longo prazo, aproveitando-se da expansão do agronegócio brasileiro e da redução de juros, que diminuirá suas despesas financeiras e viabilizará seus investimentos.

## XP

Nos últimos anos, a XP passou por uma série de desafios, tanto em seu ambiente competitivo, quanto devido a sua exposição ao cenário macroeconômico brasileiro.

No ambiente competitivo, a disputa pelos investidores individuais (pessoas físicas) aumentou substancialmente após o comprovado sucesso da própria XP, que entregou alto retorno sobre o patrimônio aliado a elevadas taxas de crescimento. Com isso, BTG e Safra deram início a uma disputa agressiva pelos escritórios de agentes autônomos de investimento (AAIs), pilar fundamental do modelo de negócio da XP. Em paralelo, os grandes bancos voltaram sua atenção para a criação de plataformas abertas de investimento, como forma de reverter a tendência de evasão dos recursos de seus clientes. Ainda, a deterioração do cenário macroeconômico local, com elevação expressiva da taxa de juros e consequente período de *bear market* em renda variável prejudicou o crescimento dos ativos sob custódia (AuC) da empresa no curto/médio prazo, em parte devido ao aumento da atratividade das emissões dos grandes bancos.

Não bastassem os impactos citados no negócio da companhia, o cenário macroeconômico restritivo também impactou seu *valuation*. A mesma XP que negociava acima de 50x seu lucro em junho de 2021 chegou a ter suas ações negociadas a 9x lucro em abril de 2023 e encerrou este primeiro semestre com um múltiplo de 18x.

Nesse ambiente, a XP precisou passar por uma série de ajustes, reorganizando suas equipes internas em uma nova distribuição por unidades de negócio, reduzindo sobreposições de funções e redimensionando a quantidade de colaboradores, processo natural aos ciclos do negócio de qualquer companhia. Entretanto, como imaginávamos, mesmo diante de todo o exposto acima, a XP se mostrou resiliente e, nos últimos dois anos, seu lucro por ação cresceu 46%.



Além disso, a empresa manteve seu foco inalterado: ganhar participação de mercado no universo dos investidores individuais, tanto via aquisição de novos clientes, quanto por meio do aumento no *share of wallet* dos clientes atuais. Para isso, entendem que a oferta de outros serviços financeiros, como cartão de crédito, conta bancária digital, seguros e crédito pessoal são peças fundamentais para que os clientes passem a necessitar cada vez menos dos serviços de outros bancos e aumentem a utilização da XP como sua principal instituição financeira. Vemos a estratégia da empresa como acertada e, até o momento, bem executada, vide a penetração de cartões de crédito em clientes da marca XP, que já supera 40%.

Hoje, a companhia está em um estágio de maior maturidade, com lucro líquido anual próximo de R\$ 4 bilhões, o que permite aumentar a remuneração aos acionistas, ao passo que mantém uma taxa de crescimento de lucros de dois dígitos pelos próximos anos. Dito isso, enxergamos que uma parcela relevante do *de-rating* pelo qual a empresa passou é justificado pelo cenário macroeconômico, enquanto do ponto de vista do negócio, a XP continua como uma vencedora da indústria e com entrega consistente de resultados para o acionista.

No cenário atual, com queda na taxa de juros, a XP tende a se beneficiar tanto em seu negócio, com aceleração do crescimento, quanto em sua precificação, via expansão de seus múltiplos de negociação. Fatores que, combinados, continuam oferecendo uma boa margem de segurança para o investimento.

## MOS Global FIA IE

No 1º semestre de 2023, o MOS Global teve um desempenho, em dólares, de +1,5%, versus +4,7% do CPI+2,5% e +13,8% do MSCI World. Em reais, caiu 6,2%, versus +5,7% do IPCA + yield IMA-B 5+.

O comportamento do mercado norte-americano não é facilmente explicado pelo desempenho do S&P 500, de aproximadamente +14% em dólares. Nesse período, a montanha-russa de expectativas dos investidores tomou conta das movimentações, destacando-se a pressão inflacionária, o ciclo de alta da taxa de juros e riscos de uma recessão global.

	Contribuição para o Fundo 1S23	Desempenho do Ativo 1S23
Amazon	2,4%	55,2%
Alphabet/Google	2,1%	36,3%
S&P 500 (ETF)	1,9%	15,9%
Berkshire Hathaway	0,0%	10,4%
Johnson & Johnson	0,0%	-6,3%
Dollar General	-0,4%	-31,1%
Novos Investimentos	-0,5%	NA
Disney	-0,8%	2,8%
S&P Financials (ETF)	-1,0%	-1,4%
Custos e Outros	-2,3%	NA
<b>MOS GLOBAL FIA IE</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>
CPI-US + 2,5% aa		4,1%
MSCI World		13,8%

Podemos atribuir boa parte da rentabilidade positiva do S&P 500 a empresas do setor de tecnologia, vide a alta no semestre do índice Nasdaq de 31,7%, versus queda de 29,5% no mesmo período em 2022.

Em linha com o mercado, as principais contribuições positivas para o fundo vieram de Amazon e Google, que foram beneficiadas pela evolução e disseminação de novas frentes ligadas à inteligência artificial e pela constatação de que ambas as companhias continuam dominantes em seus mercados. Já a principal

*Obs: variações em US\$*

contribuição negativa está relacionada a um temor de novos casos de recuperação judicial e/ou falência no setor financeiro, sintetizada pelo desempenho do S&P Financials (XLF).

Diante disso, optamos por manter um portfólio mais conservador, com cerca de 30% do fundo em caixa e uma quantidade reduzida de empresas, além de uma maior alocação em ETFs (fundos listados em Bolsa).

---

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

### MOS Capital

+55 11 2173-6453

[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.*