

Performance Recente, Perspectivas e “Crenças” ...

Após um período de recuperação de meados de julho a outubro, no mês de novembro, o mercado acionário brasileiro foi reflexo da rápida deterioração de expectativas e incertezas em relação a condução da política fiscal pelo próximo governo. Como consequência, os principais índices encerraram o mês com retorno negativo, assim como os nossos mandatos, com ações das companhias investidas em queda, a despeito da divulgação de resultados positivos no terceiro trimestre e que, em sua maioria, corresponderam ou superaram expectativas - nossas e de analistas de mercado.

A deterioração teve como catalisador as falas do recém-eleito presidente Lula nos dias 9 e 10 de novembro, reforçadas na semana seguinte, quando participou da COP27 no Egito. O conteúdo comum às falas foi a declaração de que ele vê como conflitantes os compromissos com o bem-estar social e com a disciplina fiscal do Estado. Sem entrar no mérito da discussão, a interpretação dos agentes de mercado foi a de que a fala de Lula representa uma mudança no regime fiscal a ser implementado no país durante o seu mandato. Seria abandonado o arcabouço que vinha sendo construído desde o Governo Temer de contenção de gastos, escolhas na formulação orçamentária, que resultou em maior previsibilidade de trajetória de endividamento e redução das taxas de juros no país. A reação dos participantes de mercado à essa mudança de expectativas foi imediata e vigorosa. O salto de 200bps na curva de juros em poucos dias tem materialidade equivalente à de outros eventos de *stress*, ocorridos em momentos de grandes surpresas e incertezas, como no início da pandemia em 2020, no “Joesley Day” em 2017 e no final de 2015 antes do impeachment de Dilma Rousseff.

Conforme abordamos nas cartas anteriores (novembro de 2021 e maio de 2022), o nosso portfólio, composto primordialmente por ações de empresas locais com expectativas de forte crescimento de lucros, têm uma grande sensibilidade no curto prazo a variações de taxas de juros. Ainda, quando comparada ao Ibovespa, seu efeito é muito maior, dado que o Índice contém uma grande participação (aprox. 54%) entre empresas exportadoras de commodities e grandes bancos, cujas ações são pouco afetadas por flutuações de taxas de juros longas no curto prazo.

Por outro lado, obviamente o cenário negativo, que foi refletido nos preços dos ativos, não está cristalizado. Reações de contenção por parte do Congresso, definição da nova equipe econômica e até eventuais mudanças de interpretação sobre a fala de Lula podem levar a cenários de equilíbrio mais favoráveis do que as expectativas implícitas neste momento. Independente da possibilidade de eventuais evoluções positivas, nos cabe trabalhar com o cenário que está colocado e avaliar como as empresas podem ser impactadas. Nesse sentido, a seguir apresentamos as nossas projeções atualizadas

para os resultados, assim como das expectativas de retorno no investimento no horizonte de 3 anos (TIR) para as ações que compõem nosso portfólio em ordem decrescente de participação.

Ticker	Inputs				Projeções						TIR % a.a.	
	Preço	Mkt Cap	Múltiplo		Métrica	Lucro Líquido (LL) EBITDA						
	BRL	BRL MM	12M Fwd	Ref. Saída	BRL MM	12M Fwd	2023	2024	2025	2026		
ORVR3	38,76	3.101	8,9x	8,4x	EBITDA	418	427	533	780	978	26%	
TTEN3	11,06	5.488	10,1x	12,4x	LL	541	543	713	864	990	32%	
BPAC11	24,99	95.846	9,3x	9,3x	LL	10.338	10.515	11.880	13.084	14.178	17%	
MATD3	7,42	2.837	7,3x	8,0x	EBITDA	605	617	796	930	1.046	37%	
ELMD3	10,2	1.428	6,6x	7,6x	EBITDA	315	322	426	512	600	44%	
SOMA3	10,79	8.467	16,2x	13,9x	LL	523	532	769	1.093	1.432	34%	
PRI03	36,7	32.393	7,2x	7,2x	LL	4.494	4.432	6.768	6.699	6.644	17%	
BBAS3	35,24	100.977	3,2x	3,3x	LL	31.656	31.839	34.031	35.948	38.059	22%	
SBSP3	60,23	41.168	7,3x	8,1x	EBITDA	7.702	7.744	8.633	10.000	11.400	18%	
MELI	941,01	47.328	80,6x	50,0x	LL	587	590	936	1.331	1.844	25%	
AURE3	13,95	13.950	7,4x	5,6x	EBITDA	2.260	2.300	2.338	2.388	2.388	17%	
COCE5	42,81	3.333	4,8x	6,1x	EBITDA	1.555	1.584	1.611	1.729	1.855	28%	
ELET3	46,1	106.641	4,2x	5,1x	EBITDA	33.748	35.526	43.598	46.636	32.900	19%	
VBBR3	16,19	18.861	7,5x	8,5x	LL	2.518	2.539	2.709	2.964	3.260	26%	
EZTC3	14,87	3.286	6,1x	5,6x	LL	538	550	700	900	1.000	31%	
TFCO4	11,21	1.790	15,3x	12,9x	LL	117	119	147	184	228	20%	
PNVL3	10,25	1.541	11,0x	10,2x	LL	141	143	189	235	289	26%	
LAVV3	5,17	1.032	3,1x	4,8x	LL	332	344	419	404	426	32%	

Tabela 1 (*)

Em resumo, ponderando as expectativas de retorno individuais, o retorno projetado para o portfólio seria próximo a 30% ao ano para o horizonte projetado. Para chegar a essa conclusão, as premissas foram bastante conservadoras em relação aos múltiplos de saída próximos ou até mesmo abaixo dos atuais, que se encontram extremamente deprimidos em relação aos padrões históricos). De modo que, o retorno esperado para o portfólio viria quase que integralmente de crescimento de resultados das empresas. Isso significa que não estamos contando com melhora de cenário para alcançar essa performance. No entanto, além dos preços das ações terem maior volatilidade que outras classes de ativos, no curto prazo, estes variam conforme as mudanças de expectativas, incertezas e mudanças na curva de juros, como vimos no último ano.

(*) Vide [disclaimers](#) ao final com referências complementares sobre a mensuração de estimativas contidas nesse material.

Fonte: Equitas e Bloomberg

As principais posições do fundo são de ações de empresas que devem ter sua capacidade de crescimento de resultados, menos afetadas pela mudança de cenário de juros. O crescimento que estamos vislumbrando não é em função de expectativas positivas com a economia, e sim com dinâmicas microeconômicas setoriais que estão em andamento beneficiando essas empresas, com ganho de “*market share*” e de rentabilidade, seja por consolidação setorial ou crescimento orgânico.

Orizon | ORV3

A Orizon, atualmente a nossa principal posição, atua na gestão de aterros sanitários e, ao longo dos últimos anos, vem em processo de transformação, migrando sua atividade para a produção de materiais reciclados, eletricidade e gás biometano.

Conforme os dados de projeções de lucro operacional caixa (EBITDA) exibidos na [Tabela 1](#), enxergamos o potencial para a empresa duplicar seu resultado, a partir de 2024 até 2026, e para o período de 2022 a 2023, o resultado se multiplicar por 2,6 vezes. O que determina esse crescimento em grande parte é o aumento de produção de gás, que é algo bastante seguro e independente do cenário macroeconômico. Como a empresa está em fase de investimentos, os juros mais altos tornam seu custo de capital mais elevado, mas o retorno dos projetos é bastante superior a este custo de capital, portanto, vemos impacto limitado de um cenário mais adverso de juros para a empresa. O principal risco, que temos monitorado bem de perto, é de eventual atraso nas entradas em produção das unidades de biometano, em função da grande demanda por equipamentos junto aos fornecedores. De qualquer maneira, o que estamos vendo é um contínuo aumento da demanda pelo biometano, o que é ótima notícia para a empresa (quase toda semana tem notícia na imprensa de compradores em busca de contratos de fornecimento de biometano). Além do crescimento de resultados, a empresa se beneficia muito do potencial de geração de crédito de carbono que deve ganhar força nos próximos anos em função da crescente relevância do tema de proteção ambiental.

3Tentos | TENT3

A segunda posição é em 3Tentos, uma empresa prestadora de serviços para o pequeno e médio produtor agrícola. A empresa atua no setor do agronegócio, que é bastante desconectado do ambiente macroeconômico local. Historicamente, quando há grande incerteza sobre questões fiscais, como o

que estamos vivenciando, o câmbio se valoriza e acaba beneficiando o setor. O agro talvez tenha sido o único setor que teve bom desempenho mesmo nos anos de governo Dilma. Acreditamos que seja um dos setores mais defensivos a uma eventual deterioração econômica no próximo governo. Trata-se de uma companhia extremamente bem gerida, que vem crescendo em taxas altas entre 25%-30% ao ano pelos últimos 10 anos, obtendo retornos expressivos nos seus investimentos (Retorno sobre o capital investido acima de 30% ao ano). Enxergamos essa dinâmica continuando a impulsionar os resultados da empresa pelos próximos anos. *A título de exemplo do nosso processo de análise que leva a tomada de decisão de investimento, e em complemento aos comentários e dados dessa carta incluímos o estudo sobre a empresa preparado no primeiro semestre deste ano.*

BTG Pactual | BPAC11

Nossa terceira posição é em BTG que vem apresentando resultado muito positivo com a diversificação das linhas de receita do banco e crescimento nos canais digitais permitindo a expansão no varejo e clientes PME. Além disso, o banco está passando por uma transformação na composição da sua base de passivo, com um aumento expressivo do *funding* de varejo. Enxergamos em 3 anos o BTG tendo uma composição de passivo parecida com a do Bradesco, que tem uma grande participação de depósitos à vista e a prazo, o que resultaria em maior estabilidade da base de capital e eficiência no uso do balanço, que apresenta como resultado em Retorno Sobre o Patrimônio de 22% ao ano.

MaterDei | MATD3

Nossa quarta posição é em Mater Dei, o principal grupo hospitalar de Minas Gerais e que desde o IPO vem capitaneando um processo de consolidação através de aquisições, o que traz um potencial de aumento de lucro para os próximos anos em função de captura de sinergias. Ou seja, grande parte do crescimento depende da própria empresa. Ela pode ser afetada por um cenário de aumento de inflação em que as negociações com as fontes pagadoras (seguradoras e empresas de planos de saúde) se tornam mais difíceis. De qualquer forma, trata-se de um setor sempre bastante resiliente a crises.

Eletromídia | ELMD3

A quinta posição está em Eletromídia, cujo crescimento de lucro vem do resultado da consolidação de ativos que a empresa promoveu nos últimos 3 anos, aumento de *share of wallet* nos clientes em função de digitalização das telas e plataforma de venda de mídia programática junto às agências de publicidade, que pode ser algo transformacional para o setor. Essa empresa está mais exposta a um cenário de recessão, pois os gastos das empresas com mídia tendem a reduzir nestes momentos. Mesmo assim, enxergamos que grande parte do aumento de lucro esperado da empresa venha da dinâmica de expansão do seu mercado endereçável e de ganho de *share of wallet* nos clientes. Aliás, o resultado da empresa no 3º. trimestre foi bastante forte e esperamos que esse momento positivo de resultados também se repita no último trimestre de 2022.

As posições mencionadas acima representam pouco mais da metade do fundo.

Outras Posições | Alterações

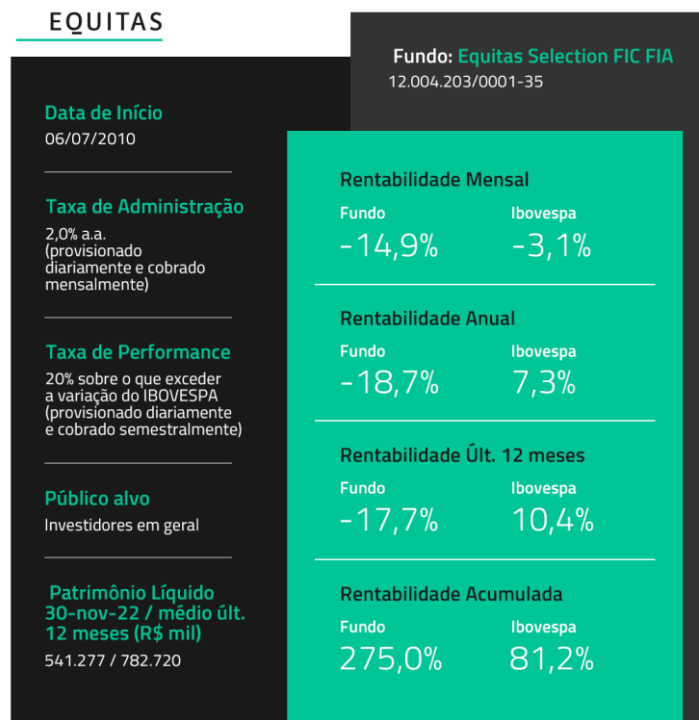
Em relação a alterações recentes, cabe destacar a saída da posição de Petrobrás, que nos últimos 2 anos trouxe contribuição positiva para o fundo, e o retorno da posição em Mercado Livre, que havíamos saído em janeiro.

Em relação à Petrobrás, apesar do patamar extremamente descontado das ações da companhia e da governança mais sólida e de difícil alteração do que no passado, quando analisamos a expectativa de retorno das ações da empresa e os riscos impostos por uma provável mudança de gestão, preferimos a relação risco versus retorno das demais posições que compõem a nossa carteira neste momento.

Sobre Mercado Livre, havíamos saído da posição em janeiro deste ano principalmente por preocupação com o acirramento da competição no setor. De lá para cá, o que observamos foi uma série de resultados extremamente positivos da empresa e um total descolamento das tendências setoriais.

Enquanto o e-commerce passa por um momento desafiador, com queda de vendas, o Mercado Livre continua crescendo a taxas impressionantes, ganhando participação de mercado de competidores que se encontram fragilizados. Como exemplo, durante a Black Friday do mês passado, o e-commerce apresentou queda de vendas de 23%, enquanto Mercado Livre cresceu 10%.

Nos últimos 2 anos, observamos uma série de eventos pós-pandemia que levaram a deterioração de mercado (primeiro aqui no Brasil na segunda metade de 2021, depois no exterior, que nos contaminou no primeiro semestre deste ano, e agora eleições aqui no Brasil). Alguns segmentos do mercado foram mais afetados do que outros no curto prazo. Ações de empresas expostas a economia local sofreram muito mais do que a média do mercado. Ações de empresas menos conhecidas por investidores, que fizeram sua estreia na bolsa nos últimos anos, também sofreram mais do que a média por “falta de interesse”. Investidores, em geral, preocupados com o cenário macroeconômico normalmente preferem se posicionar próximos da “porta de saída” (ações líquidas e bem conhecidas). Nossa crença, que está por trás da composição deste portfólio, é a de que essa situação criou uma oportunidade raríssima de investimento em ações de empresas de altíssima qualidade, bem geridas, com fortes perspectivas de crescimento de lucro e que podem ser compradas à preços bastante atrativos. Com isso, o que enxergamos é a possibilidade de obtermos retornos em alguns anos semelhantes aos obtidos somente por fundos de *private equity*, só que com a vantagem de investirmos em ações listadas que têm liquidez, informações públicas, e que conhecemos em profundidade por já investirmos nelas há um tempo significativo (entre 18 meses e 24 meses pelo menos).



Este material foi desenvolvido pela Equitas Administração de Fundos de Investimento LTDA (“Equitas”) com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço pela Equitas e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos., com os riscos daí recorrentes. Antes de investir, algumas informações importantes para consideração:

- (a) Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento, do formulário de informações complementares e da lâmina de informações essenciais antes de realizar investimentos, sobretudo sobre os aspectos de risco relacionados ao investimento. (b) 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. (c) A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de Impostos. (d) Os fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. (e) O EQUITAS SELECTION FIA está autorizado a realizar aplicações em ativos no exterior e pode estar exposto a significativa concentração em poucos emissores, com os riscos daí recorrentes.

Para informações adicionais e acesso ao regulamento e lâminas, acesse o site www.equitas.com.br

DISCLAIMERS: Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Equitas. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Equitas não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Equitas através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail contato@equitas.com.br
