

Performance Líquida Acumulada						
	Atlas One FIA	IBRX-100	Excesso	Atlas One LB	IPCA + IMA-B	Excesso
Dezembro	-0.88%	3.14%	-4.02%	1.15%	1.29%	-0.14%
2021	-23.30%	-11.17%	-12.13%	-5.13%	14.38%	-19.51%
12 Meses	-23.30%	-11.17%	-12.13%	-5.13%	14.38%	-19.51%
Início (a.a)	15.47%	9.19%	6.28%	10.00%	10.97%	-0.97%

Pandemia e nova variante do coronavírus, descontrolado fiscal, desequilíbrio em cadeias de suprimentos, inflação, desaceleração do consumo doméstico, polêmicas decisões do comitê de política monetária, elevação do custo de capital, dentre outros. 2021 definitivamente não foi um ano fácil para os mercados. Conforme mencionaremos adiante, estamos bem construtivos para o ano que se inicia, apesar de tudo. Aproveitamos esta carta para, em primeiro lugar, desejar um feliz ano novo aos nossos cotistas e leitores.

Dedicamos a presente edição trimestral para descrever o nosso processo de análise e gestão de forma mais aprofundada, sempre em busca de aumentar o nível de comunicação e transparência com nossos cotistas.

Ao discorrermos sobre o nosso processo de investimento, dividiremos em duas sessões. Na sessão quantitativa, abordaremos métricas de retorno e gestão do portfólio. Na sessão qualitativa, descreveremos os pilares que permeiam nossas teses de investimento.

## 1. Análise Quantitativa

No processo de gestão, servimo-nos de uma métrica que denominamos **GERA (Geração Esperada de Retorno ao Acionista)**. O GERA é equivalente à taxa anual de retorno estimada para um investimento de horizonte de cinco anos em determinado ativo ou grupo de ativos.

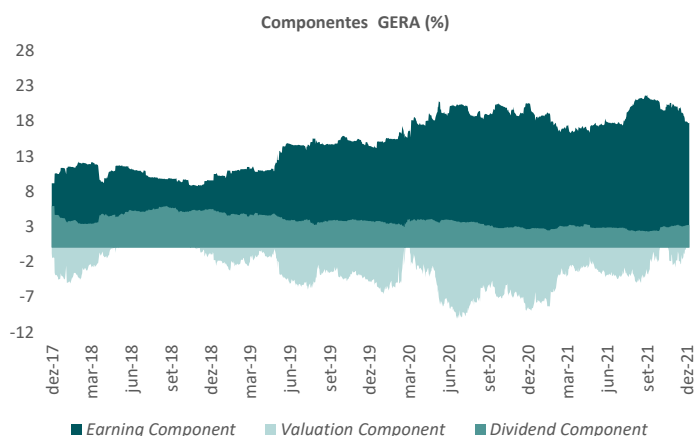
Nossas projeções financeiras constituem o plano de fundo para o cálculo diário do GERA dos ativos e do portfólio. Às estimativas de retornos futuros e distribuição de dividendos adiciona-se o múltiplo Preço/Lucro de saída ou de realização do investimento em cada empresa. Calculamos assim o valor de mercado esperado no futuro e, portanto, a taxa de valorização anual no período.

O uso da métrica permite boa comparabilidade de retorno potencial dos ativos do portfólio, o que ajuda na definição de *sizing* e, além disso, viabiliza que a destrinchemos em algumas componentes que melhor qualificam como esperamos obter o retorno estimado em cada uma das posições. Com alguma organização matemática, escrevemos o GERA como somatória de três componentes:

- (i) **Earnings Component** – componente resultante da variação de lucro estimada durante o horizonte de investimento e, portanto, preponderante em histórias de crescimento;
- (ii) **Dividend Component** – componente resultante do *dividend yield* e preponderante em empresas que são boas pagadoras de dividendos;
- (iii) **Valuation component** – componente resultante da variação de múltiplo<sup>1</sup> durante o horizonte de investimento e preponderante em empresas que estão subprecificadas.

Na Figura 1, decompomos o GERA histórico do portfólio do FIA em suas três componentes. É notável que o nosso portfólio apresenta, historicamente, uma maior relevância de **Earnings Component** dentre as componentes. Hoje, a média ponderada do crescimento de lucro dos ativos em nosso portfólio é de aproximadamente 18% ao ano pelos próximos cinco exercícios. Naturalmente, *cases* de investimento com esta característica também apresentam **Valuation Component** negativo, uma vez que a compressão de múltiplo é esperada após o fim de um período mais intenso de crescimento, traduzindo-se em um múltiplo<sup>1</sup> de saída inferior ao atual.

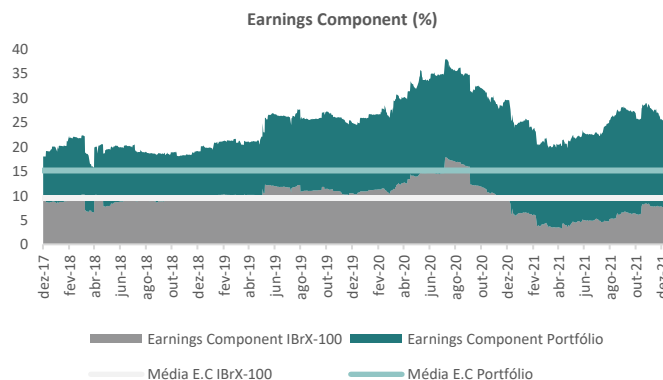
Figura 1 – Componentes do GERA | Portfólio Atlas One FIA



Fonte: Atlas Intelligence

A decomposição do GERA também pode ser feita para o GERA do índice (IBRX-100). Na Figura 2, comparamos a componente de *earnings* do nosso portfólio à do índice e podemos notar uma diferença significativa entre ambas. Nosso portfólio apresenta, na média, cinco pontos percentuais adicionais de crescimento de lucro frente à carteira do *benchmark*. No presente momento, essa diferença é substancialmente superior - 17.5% do nosso portfólio frente a 7.4% do índice. Com o recente ganho de participação da Vale (VALE3) na composição do *benchmark*, a média ponderada de crescimento de lucro do índice encontra-se abaixo da média histórica.

Figura 2 – Earnings Component | Portfólio Atlas One FIA vs IBRX-100



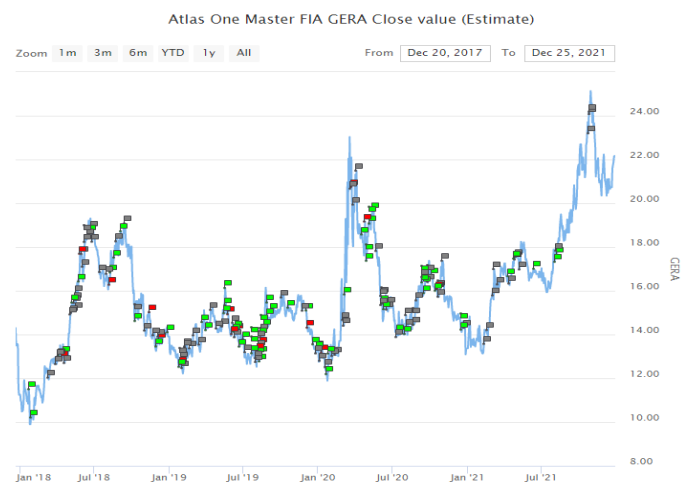
Fonte: Atlas Intelligence

<sup>1</sup> Preço/Lucro Forward 12 meses

Embora salte aos olhos, o fato constatado é um reflexo de nossa predileção para investir em um seletivo grupo de companhias com vantagens competitivas estruturais, lideradas por executivos competentes e/ou empreendedores visionários, capazes de alocar capital de maneira eficiente, entregar crescimento e compor retornos de longo prazo a taxas atraentes. Abordaremos melhor essas características mais adiante, ao descrevermos o processo qualitativo de análise.

O GERA constitui, portanto, a nossa bússola de investimentos. É ele que nos guia e nos orienta na captura das oportunidades mais atraentes. Na Figura 3, observamos a série histórica de GERA do Atlas One FIC FIA.

Figura 3 – Série Histórica do GERA



Fonte: Atlas Intelligence

Ao olharmos a Figura 3, faz-se necessário um comentário que julgamos pertinente. Ao longo do ano passado, o GERA atingiu um pico de 25% ao fim do mês de outubro. Conforme descrevemos em alguns relatórios gerenciais, a deterioração do cenário macro e a elevação do custo de capital das empresas traduziram-se em performance negativa dos ativos de risco e, conseqüentemente, a um incremento no nosso indicador de retorno. Parte dessa elevação foi corrigida em novembro e essa correção merece aqui três observações: (i) a elevação do juro real e do custo de capital das empresas impacta diretamente nosso GERA na atribuição do múltiplo de saída. Podemos dizer que, momentaneamente, nossa bússola ficou descalibrada ao adentrarmos um novo cenário em termos de taxas de juros; (ii) Ativos de crescimento são mais penalizados na calibragem da bússola, dado que parte importante de sua geração de valor encontra-se em exercícios mais longínquos. Nossa predileção por ativos de crescimento e a preponderância da componente de earnings em nosso GERA frente ao índice demonstrado anteriormente acabou por penalizar nossa performance relativa; (iii) recalibrada nossa bússola, ela ainda nos demonstra um retorno extremamente atraente para horizonte de cinco anos, o que nos leva a crer em um excesso na recente correção de preços.

## 2. Análise Qualitativa

Nossa análise qualitativa é pautada por quatro pilares: (i) Sustentabilidade do modelo de negócios; (ii) Retorno; (iii) Gestão e (iv) ESG. Aqui, descreveremos nosso questionário qualitativo. De forma análoga ao GERA, que é nossa bússola quantitativa, o questionário guia e orienta nossas reflexões em torno das vantagens estruturais criadas pelas companhias. A discussão coletiva em torno dos itens que serão aqui descritos propicia a convicção necessária para as tomadas de decisão de gestão. Ao descrever cada um dos pilares, tentaremos ao máximo ilustrá-los com as perguntas presentes no questionário e com exemplos do nosso portfólio.

### (i) Sustentabilidade do modelo de negócios

#### S1 Quão forte é o “moat” e como ele evoluirá?

O termo “moat” foi criado por Warren Buffet. Da tradução direta “fosso econômico”, o termo é usado para fazer referência às vantagens competitivas que asseguram à empresa a capacidade de obter bons retornos sem sofrer ataques de potenciais concorrentes. Ou seja, quanto maior o “moat”, maior a sustentabilidade dos diferenciais criados.

A empresa detém um grande diferencial competitivo em mãos, seja produto, marca, capilaridade geográfica, base de clientes, expertise? Esse diferencial competitivo está construído sobre bases dificilmente replicáveis? Qual o retorno obtido sobre o capital investido? Essa vantagem competitiva pode ainda ser estruturalmente ampliada frente aos concorrentes no decorrer do tempo?

As perguntas acima são centrais ao tentarmos identificar as companhias que podem usufruir de suas vantagens estruturais para gerar retorno aos acionistas. É pertinente ressaltar, no entanto, que a grande maioria das empresas detém o que chamamos de “Legacy Moats” - vantagens competitivas que a trouxeram até o status atual, mas com possibilidades incrementais de emprego de capital limitadas. Essas empresas são comumente boas distribuidoras de dividendos. Poucas companhias encaixam-se como “Reinvestments Moats” - empresas que detêm todos os diferenciais competitivos das classificadas como “Legacy Moats”, mas ainda com amplitude de possibilidades de emprego de capital a taxas de retorno atraentes. O lucro atual dessas empresas está protegido pelo seu “Legacy Moat” e é este o motor que as confere a possibilidade de reinvestimento em boas oportunidades.

Neste tópico, destacamos o nosso investimento no Grupo Hapvida (HAPV3) e o destaque entende-se também ao Grupo NotreDame Intermédica (GNDI3) – ambas em processo de fusão. As duas companhias foram capazes de criar uma proposta valiosa e de difícil replicabilidade ao constituírem uma ampla rede hospitalar para ofertar planos de saúde em uma operação verticalizada. A verticalização garante o controle adequado da sinistralidade em um setor no qual ineficiências diversas traduzem-se em uma inflação médica recorrentemente galopante. Desta forma, os dois grupos se colocaram em posição de ofertar bons planos de saúde a preços competitivos, equação que se torna muito poderosa quando dificilmente poderá ser copiada. No relatório gerencial de outubro de 2021, chamamos atenção para o valor gerado pela Intermédica através de uma taxa de reinvestimento de 251% de seu lucro operacional gerado entre os exercícios de 2014 e 2019 a um RoIC marginal de 16%, traduzindo-se em 40% de geração de valor no período. Com um legado construído que salta aos olhos, o grupo resultante da fusão dispõe ainda de largas avenidas de crescimento e emprego de capital (“Reinvestment Moat”).

## S2 O quanto o produto/serviço ofertado será valorizado pelos clientes no longo prazo?

Analisar diferenciais competitivos e o “moat” construído pelas companhias é uma tarefa que muitas vezes não exige nem requer o olhar atento para o risco de obsolescência do produto ou serviço ofertado. Neste tópico, uma breve nota se faz necessária ao revisitarmos uma emblemática história de obsolescência: a Kodak.

A Kodak dominou o mercado de fotografias por quase um século e construiu forte presença global. Ao atingir o ápice na década de 1970, a empresa detinha 90% do mercado de filmes e 85% do de câmeras fotográficas nos Estados Unidos. Sua história é marcada por inovações e produtos de sucesso. A própria câmera digital foi pioneiramente inventada por um engenheiro da companhia. No entanto, a péssima qualidade da foto e o alto custo de produção de uma câmera digital levaram a empresa a negligenciar que as fotos digitais revolucionariam completamente o seu mercado e que o crescimento exponencial de novas tecnologias conduziria rapidamente a uma digitalização do segmento, tornando seus produtos obsoletos.

Aqui, reconhecemos a nossa dificuldade em fazer previsões futuras em um mundo no qual o desenvolvimento tecnológico é cada vez mais acelerado e traz consigo mudanças importantes em diversos setores da economia. A capacidade de adaptação das companhias e de monitoramento de tendências em seus setores é, portanto, crucial.

Nesse contexto, um olhar atento para o foco das companhias em pesquisa e inovação se faz fundamental. Apreciamos, por exemplo, a plataforma de biorrefino da Suzano (SUZB3), apoiada em pesquisas e inovações tecnológicas que asseguram à empresa a possibilidade de captura de valor em segmentos atraentes.

Além disso, acreditamos que empresas ancoradas na força de suas marcas e em constante busca por inovações em seus produtos - como Havaianas do grupo Alpargatas (ALPA4) - representam um bom exemplo de baixo risco de obsolescência do núcleo de suas propostas de valor.

## S3 A empresa e seus ativos oferecem novas e rentáveis alternativas de crescimento a serem exploradas?

Ainda na sustentabilidade do modelo de negócios e na evolução de diferenciais competitivos, muitas vezes nos deparamos com companhias cujas vantagens estruturais construídas até aqui as garantem a possibilidade de efetuar a abertura de novos caminhos de emprego de capital e crescimento. É claro que se lançar em novas avenidas e obter sucesso requer capacidade de execução e cultura de empreendedorismo. Aqui, no entanto, restringimo-nos a avaliar as possibilidades criadas pelo “moat” e seus ativos tangíveis e intangíveis.

A Petz (PETZ3) é um bom exemplo de potencial geração de valor a partir de novas rotas. Com uma proposta de oferecer produtos pet com melhor nível de serviço e no menor custo de servir, a empresa usufruiu das vantagens de seu modelo comercial de megalojas e assumiu a liderança em um setor ainda extremamente fragmentado. Com o núcleo de sua proposta bem montada, a empresa prepara o fortalecimento do seu ecossistema com a oferta de serviços adjacentes a uma base de clientes com alta inclinação à fidelidade, dado o perfil recorrente de suas compras. A Petz dá seus primeiros passos no também fragmentado mercado de atendimento veterinário e pode ainda explorar, por exemplo, o setor de seguro-saúde animal através de uma operação verticalizada. Ambas são

vistas como opcionalidades cujas vantagens estruturais desenvolvidas até aqui as capacitam para explorá-las.

Nossa reflexão e apreço em torno de opcionalidades deve-se ao fato de elas representarem boas possibilidades de fortalecimento de proposta de valor. No exemplo da Petz, entendemos que a entrada da companhia nos segmentos de saúde e *insurance* a fortalecem como ecossistema e *one-stop-shop* do mundo *pet*, criando um ativo cada vez mais único e de difícil replicabilidade. Além disso, esses possíveis fortalecimentos de proposta de valor não estão contemplados em nossa análise quantitativa e podem constituir fontes potentes de criação de valor para investidores pacientes.

## (ii) Retorno

### R1 O modelo de negócio permite acuracidade de projeções ?

### R2 O quanto o nosso time conhece o setor de atuação da companhia e o seu modelo de negócios?

O pilar de retorno tem como objetivo principal a qualificação de nossas estimativas financeiras. As perguntas acima nos induzem a refletir a respeito da profundidade obtida como equipe no nosso conhecimento do setor e do modelo de negócios e, portanto, nossa capacidade de estimar onde estará a empresa no longo prazo. Além disso, é válido destacarmos que alguns modelos de negócio contêm maior grau de imprevisibilidade, como é o caso por exemplo de ativos cíclicos e influenciados por variáveis exógenas (commodities, proteínas) ou ainda de empresas de alto crescimento no setor de tecnologia.

Novas empresas, setores e modelos de negócio surgem de tempos em tempos. Dentro do escopo de uma análise fundamentalista, a robustez de conhecimento é criada ao longo do tempo de análise e, em nosso processo de investimento, a convicção criada como time de gestão em torno da geração de retorno é essencial. Além disso, a profundidade de conhecimento setorial viabiliza melhor ponderação de riscos, seja de competitividade, desgaste de “moat” ou obsolescência.

## (iii) Gestão

### G1 O management demonstra uma execução sólida e superior aos dos principais peers?

### G2 O quanto o management é atento às ameaças existentes à sua proposta de valor?

Neste pilar, procuramos explorar atentamente o *track record* do management e analisar as suas principais entregas e conquistas, bem como os níveis de dificuldade de suas implementações e, principalmente, o quanto estão à frente de seus competidores.

Embora seja um IPO recente, um bom exemplo de diferencial de execução *versus peers* pode ser encontrado no grupo de moda Soma (SOMA3). Atuando em um setor com dificuldades notáveis de execução, seja pela fragilidade da cadeia de suprimentos, seja pela imprevisibilidade de demanda combinada ao longo ciclo de desenvolvimento e produção, o management vem sendo capaz de aliar tecnologia a escala, disciplina e *expertise* de moda para criar uma operação de sólida gestão dos processos de criação, produção e

distribuição de coleções, que, junto à força de suas principais marcas, nos permitem classificá-la como única e de difícil replicabilidade.

Seja a empresa conduzida por um time de executivos competentes ou por seu empreendedor/fundador, nosso processo de análise contempla ainda a visão inovadora de seus líderes, capacidade de criação de alavancas de valor e aderência ao plano estratégico de longo prazo.

Além disso, a gestão de risco por parte das companhias é outro aspecto que buscamos explorar. Conforme citamos anteriormente, a dinamicidade de alguns setores pode resultar em rápidas deteriorações de valor. Gostamos de investir em companhias cujos líderes estejam atentos aos principais riscos, sejam eles de execução, de concorrência ou de obsolescência. A Renner, por exemplo, enxergou no modelo de negócio de um concorrente chinês potenciais oportunidades de uso de dados e ganho de agilidade em sua cadeia de operações. Ciente da força de sua proposta de valor, o management não fechou os olhos às ameaças competitivas e, ao contrário, busca constantemente caminhos de aperfeiçoamento e evolução.

### G3 Como avaliamos a eficiência da alocação de capital realizada pelo management?

Um último aspecto de análise do pilar de gestão, mas claramente não menos importante, contempla a avaliação da alocação de capital. A companhia possui um histórico de emprego de capital em boas oportunidades, estejam no núcleo de seus negócios ou na abertura de adjacências e novos caminhos de crescimento?

Como não poderia ser diferente, nosso portfólio está repleto de exemplos de alocação de capital de qualidade, seja no bem-sucedido processo de abertura de pontos comerciais executado por Renner e Raia Drogasil, seja no sucesso de movimentos inorgânicos brilhantemente executados por Hapvida, Rede D'Or e GPS. Esta última efetuou trinta aquisições nos últimos dez anos, sendo capaz de capturar sinergias de forma significativa em todas elas. Na média, o grupo aumentou em 5.9pts a margem EBITDA de suas adquiridas e diluiu, em média, 52% o múltiplo de aquisições, como pode ser observado na Figura 4.

Figura 4 – Aquisições do Grupo GPS

	# Aquisições	Expansão de Margem (12 Meses)	EV/EBITDA Aquisição	
			Pré Sinergia	Pós Sinergia
2011	1	+7.0p.p	4.4x	1.7x
2022	1	+5.0p.p	5.0x	2.8x
2013	1	+12.2p.p	5.0x	2.1x
2014	2	+7.0p.p	5.1x	2.2x
2015	2	+4.9p.p	5.0x	2.0x
2016	2	+5.3p.p	5.0x	4.2x
2017	3	+6.2p.p	6.3x	2.5x
2018	3	+1.6p.p	5.1x	4.6x
2019	8	n.a	5.6x	n.a
2020	5	n.a	6.1x	n.a
<b>Média</b>	<b>2.8</b>	<b>+5.9p.p</b>	<b>5.6x</b>	<b>2.7x</b>

Fonte: Companhia

## (iv) ESG

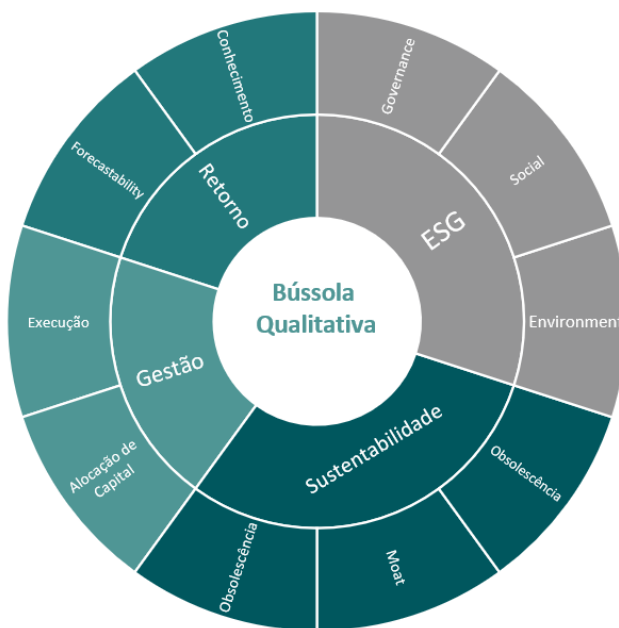
### ESG1 O quanto a companhia é capaz de construir relações ganha-ganha com seus stakeholders (sociedade, meio ambiente, colaboradores, fornecedores, clientes e acionistas)?

No comentário de gestão de agosto, discorremos a respeito do capitalismo de stakeholder. Acreditamos que companhias preparadas para desenvolver relações ganha-ganha com seus stakeholders detêm melhores oportunidades de sucesso, seja reduzindo riscos de imagem e de *disrupção*, seja a partir da criação de uma cultura corporativa vencedora. No relatório mensal, apreciamos e reiteramos os bons exemplos vistos nos primeiros dias de pandemia. Dentre eles, destacamos o subsídio de *take rate* aos *sellers* oferecido pela Magalu (MGLU3) e a construção de uma frente de combate ao vírus liderada pelo Itaú (ITUB4), acompanhada de doações expressivas.

Indo além das iniciativas de desenvolvimento sustentável e social, é nesse pilar que se encontra nosso apreço a culturas empresariais que valorizam transparência, governança, controles internos adequados e eficientes, gestão de riscos, alinhamento financeiro e de longo prazo dos executivos refletidas em suas estruturas de remuneração, bem como bom histórico na relação dos controladores com seus minoritários.

A Figura 5 resume nossa bússola qualitativa de análise e de gestão de portfólio.

Figura 5 – Pilares Qualitativos



Fonte: Atlas One

Encerramos nossa carta com uma breve nota sobre as perspectivas para o ano que se inicia. Como mencionamos anteriormente, nossa bússola quantitativa sugere bons retornos potenciais de longo prazo, fruto de companhias que estão capitalizadas para enfrentar possíveis turbulências e seguem firmes nos seus bons planos estratégicos.

Embora estejamos cautelosos com a cenário macro que se avizinha, especialmente pelo cenário de inflação possivelmente mais persistente

# Carta Trimestral - Dezembro 2021

Atlas One FIC FIA



que outrora imaginado e pela deterioração de renda e consumo, alguns fatores sugerem que as companhias seguem caminhos promissores.

A leitura de nossa bússola qualitativa nos faz atentar que as empresas de nosso portfólio continuam executando seus planos estratégicos de forma disciplinada e não recuaram em alocações de capital cuja geração de valor nos assegura bons retornos. Alguns exemplos merecem destaque: (i) a continuidade do plano de expansão de pontos comerciais e de crescimento em canais digitais das varejistas (PETZ3, RADL3, LREN3, SOMA3 e MGLU3) e mesmo aceleração do crescimento em alguns casos; (ii) A Vamos (VAMO3) deve ampliar sua frota em aproximadamente 55%, com crescimento praticamente contratado para 2022 e bons *drivers* assegurando perenidade do processo de expansão; (iii) a Suzano (SUZB3) avança no seu projeto de construção de nova fábrica de celulose, com investimentos previstos em R\$ 13,6 bilhões ante R\$ 6,2 bilhões do ano passado (iv) a Alpargatas (ALPA4) anunciou investimentos de seiscentos milhões de reais – montante que representa o triplo do investimento realizado em 2020 e aproximadamente o dobro do ano passado -, em capacidade fabril, otimização de malha logística e novas tecnologias, aumentando a capacidade para atender a uma demanda crescente e aderente ao seu projeto de expansão, além da potencial captura de retorno com ganhos em eficiência industrial.

Não desprezamos, porém, os riscos e principalmente a provável volatilidade trazida pelo cenário político em ano eleitoral, mas seguimos nossa tarefa de acompanhar atentamente os planos de captura de valor em nossas investidas, que deverão trazer bons retornos aos seus acionistas. Portanto, continuamos confiantes com nosso portfólio e com as oportunidades existentes. Agradecemos a confiança e nos colocamos à disposição.