

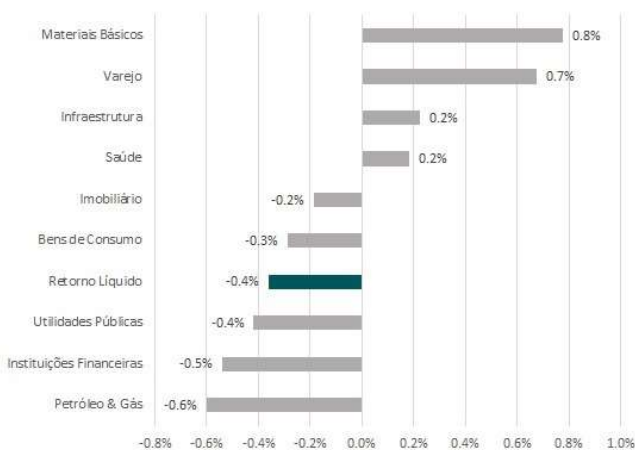
Relatório de Gestão – Outubro 2020

Atlas One FIC FIA

Performance Líquida Acumulada			
	Atlas One	IBrX-100	Excesso
Outubro 2020	-0.36%	-0.55%	0.19%
Últimos 12 Meses	-1.21%	-11.05%	9.84%
Desde o Início (Anualizado)	13.74%	6.79%	6.95%

Figura 1: Contribuição por setor em Outubro/20 – em %

Fonte: One Partners, Atlas Intelligence



Nos últimos meses compartilhamos nossas reflexões sobre o impacto da pandemia causada pelo COVID19 no futuro das empresas de varejo e na adoção de práticas ASG dentro de um contexto mais amplo de “stakeholder value”. Este mês, discorreremos acerca das consequências geradas em torno de um tema já bastante discutido - mas ainda muito atual - no mercado: “Growth vs Value”.

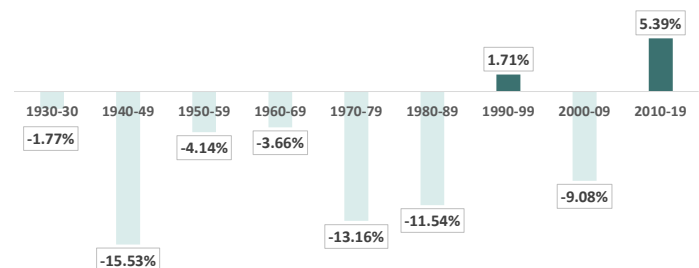
Antes de mais nada, é preciso definirmos os dois grupos de empresas. Em “Value” estão as companhias que se encontram precificadas a um múltiplo P/VP (ou P/L)¹ baixo em relação ao universo de ações. Normalmente, essas empresas são maduras, boas geradoras de caixa e pagadoras de dividendos. Em “Growth” estão as empresas para as quais o forte crescimento esperado justifica um múltiplo alto. A distinção entre os grupos comumente se explica pela existência de investidores com filosofias distintas de seleção de ativos. É fundamental esclarecermos que, em nossa visão, a decisão de investimento encontra respaldo somente quando o fundamento existente sugere fluxos de caixa futuros superiores à expectativa de mercado, independentemente do patamar de múltiplo momentâneo. Em outras palavras, empresas de múltiplo alto podem se mostrar incrivelmente baratas e vice-versa. A nossa maior posição em carteira, Magalu, é um ótimo exemplo. Ao revisarmos o histórico do

nosso investimento, notamos que, no momento de nossa decisão, ela estava precificada a um múltiplo de 30x seu lucro projetado para o ano seguinte, sendo considerado um múltiplo alto frente a média de mercado. A posição acumulou uma valorização anualizada de 130% a.a até aqui. O retorno obtido foi possível porque a empresa superou consistentemente as expectativas dos mais otimistas dos investidores, apresentando uma geração de caixa operacional que cresceu 37.5% ao ano entre 2016 e junho/2020 (últimos 12 meses).

Com o forte desempenho dos ativos de Growth na última década (ver Figura 2), puxado principalmente pelas grandes empresas americanas de tecnologia, surgiram questionamentos sobre a sustentabilidade da tendência. O argumento seria de que ao fim desse longo ciclo, que por construção culminaria em crise, a busca por empresas maduras, retornos estáveis e boas pagadoras de dividendos retornaria a balança em favor de Value.

Figura 2: Diferença de Retorno por Década | Alto P/VP (Growth) – Baixo P/VP (Value)

Fonte: Ken French, Atlas Intelligence



Historicamente, o grupo costuma sobressair-se em conjunturas de saída de recessões, enquanto empresas de Growth encontram caminho fértil de valorização em momentos que antecedem recessões. Um olhar simples para essa dinâmica explica-nos o óbvio: crescimento é valorizado em ambientes de escassez deste. Em que nível de escassez de crescimento estaremos nos próximos anos? Esta talvez seja a melhor pergunta.

Além disso, nota-se que cenários de alta de preços de commodities, aumento de expectativas de inflação e aumento nas taxas de juros historicamente se provaram propícios para o melhor desempenho de Value.

Sob o risco de estarmos concluindo algo lendo apenas as primeiras páginas do livro que contará o desfecho desta dinâmica ao fim da atual crise que vivemos, as recuperações econômicas observadas pelas empresas não alteraram a tendência de melhor desempenho de Growth, como podemos observar na Figura 3.

¹ P/VP = (Preço/Valor Patrimonial); P/L = (Preço/Lucro); ² Carteira em 30/10/2020

Relatório de Gestão – Outubro 2020

Atlas One FIC FIA

Figura 3: Valorização de mercado por Quintil de Múltiplo

Fonte: One Partners, Atlas Intelligence

Quartil (Price to Book)	#	Valor de Mercado (R\$ MM)		Δ (R\$ MM)	Δ (%)
		21-fev-20	23-out-20		
1º	31	900,796	670,827	-229,969	-25.5%
2º	30	1,059,702	972,509	-87,193	-8.2%
3º	30	797,674	664,959	-132,714	-16.6%
4º	30	912,187	835,702	-76,485	-8.4%
5º	30	843,637	959,313	115,676	13.7%

Quartil (Price/ Earnings LTM)	#	Valor de Mercado (R\$ MM)		Δ (R\$ MM)	Δ (%)
		21-fev-20	23-out-20		
1º	24	539,543	436,422	-103,121	-19.1%
2º	23	1,436,641	1,097,974	-338,667	-23.6%
3º	23	615,484	474,113	-141,371	-23.0%
4º	23	482,425	449,411	-33,014	-6.8%
5º	23	627,781	774,499	146,718	23.4%

É fato que os bancos centrais ao redor do mundo em parte subsidiaram o *Growth* com taxas de juros mais baixas. Ativos considerados *Value* brasileiros seriam beneficiados (ou menos prejudicados) em um cenário de deterioração fiscal e aumento das taxas de juros? É bem possível.

No entanto, mais do que isso, o que assistimos até aqui foi a aceleração de tendências que já vinham ditando o *Growth* ao redor do mundo: (i) aumento da relevância de canais de distribuição online, agilizando algumas teses seculares, como desconcentração bancária e penetração do *e-commerce*; (ii) constituição de (super) plataformas que se beneficiam de efeitos de rede e oferecem cada vez mais verticais de produtos (*marketplaces*), serviços financeiros e logísticos; (iii) Empresas liderando a constituição de ecossistemas amplos, seja a partir de projetos de consolidação via aquisições ou via pluralidade da oferta de serviços agregados dentro do ecossistema.

É razoável admitirmos que, em um ambiente de transformações econômicas profundas, a maturidade de ativos estáveis, precificados a baixos múltiplos e bons pagadores de dividendos não se mostrou refúgio aos investidores. Os portos seguros foram as inquestionáveis tendências seculares de crescimento, tendo sido essas de alguma forma impactadas durante a pandemia ou não.

É oportuno, portanto, lançarmos uma lupa em empresas *Value*. Parece-nos inegável que existam dois ângulos distintos: no ângulo que as favorecem, os investidores sempre se beneficiaram da percepção de curto prazo do mercado ao reagir de maneira exagerada a determinados efeitos, originando boas oportunidades. No ângulo oposto, é plausível que as transformações em curso aceleradas pela pandemia tenham deslocado alguns modelos de negócio, que então se tornam armadilhas (*“Value traps”*). Efeitos da crise ainda são muito recentes, mas é possível que existam alguns candidatos. Cabe ainda a reflexão se haveria um viés comportamental do investidor em aguardar o máximo possível os sinais de recuperação

econômica e retardar o investimento em *Value*. Nesse contexto, o desconforto com o cenário atual poderia, sim, estar mascarando boas oportunidades de compra.

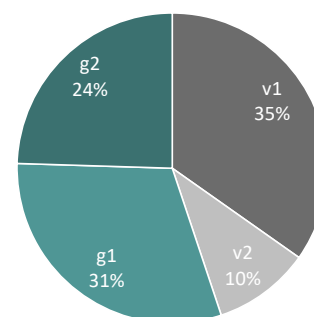
Em nossa opinião, a atual crise terá impacto significativo tanto em empresas de alto como de baixo múltiplo. Nosso trabalho continua a ser de identificar as melhores oportunidades dentro do universo completo de possibilidades e, acima de tudo, de ter um portfólio sempre equilibrado e diversificado.

À luz dessa reflexão, criamos subcategorias de empresas de forma a analisar nosso atual portfólio:

- **Value Tradicionais (v1):** empresas maduras, com boa geração de caixa e distribuição de dividendos, dotadas de diferenciais que as tornam subprecificadas. Exemplos: Setores de Energia Elétrica, Infraestrutura, Commodities.
- **Value Ameaçadas (v2):** empresas que se encontram com múltiplo baixo frente ao histórico, por serem alvo de incógnitas quanto ao seu futuro. Exemplos: Shoppings, Bancos.
- **Growth (g1):** Empresas com forte crescimento pela frente e pouco ou levemente impactadas pela crise, seja pelo avanço da distribuição online ou pelo ambiente de juro reduzido. Exemplos: Setores de Consumo, Locadoras, Saúde e Imobiliário.
- **Hiper Growth (g2):** Empresas com forte crescimento pela frente e fortemente impactadas pela aceleração das tendências descritas. Exemplos: Plataformas de tecnologia e afins.

Figura 4: Breakdown² Atlas One por Subcategoria

Fonte: One Partners, Atlas Intelligence



Nossa conclusão é a de que estamos absolutamente confortáveis com o nível de diversificação e equilíbrio do nosso portfólio e, ainda, com a seleção criteriosa dos ativos em cada uma das subcategorias. Agradecemos a confiança e nos mantemos à disposição.

¹ P/VP = (Preço/Valor Patrimonial); P/L = (Preço/Lucro); ² Carteira em 30/10/2020