

Performance Líquida Acumulada

	Atlas One FIC FIA	IBrX-100	Excesso	Atlas One LB FIC FIM	IPCA + Yield IMA-B	Excesso	Atlas One Icatu FIA Prev	Atlas One Icatu 70 Prev
Outubro 2021	-14.70%	-6.81%	-7.89%	-3.60%	1.44%	-5.04%	-14,41%	-9,81%
12 Meses	-6.32%	10.40%	-16.72%	7.86%	13.81%	-5.95%	-5,75%	-3,07%
Desde Início	289.92%	128.63%	161.29%	21.40%	17.45%	3.95%	-2,12%	0,67%

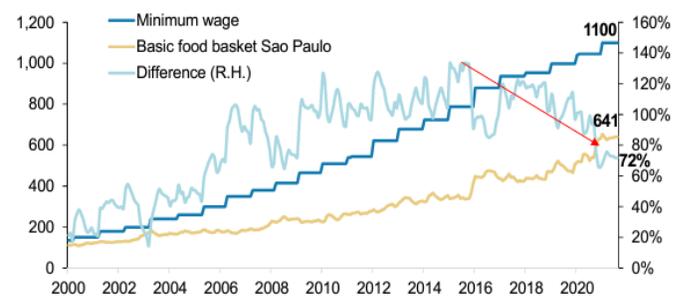
Inflação alta, elevação de juros e contas fiscais cada vez mais desafiadoras. Por essa ótica, o cenário que se desenha assemelha-se ao vivido no período compreendido entre 2012 e 2016. O índice de miséria, que mensura o nível de desconforto econômico da população com o panorama econômico atual e é medido pela combinação de desemprego e inflação encontra-se no patamar mais alto da série histórica (ver Figura 1). O poder de compra de classes sociais mais pobres vem sendo dramaticamente reduzido (ver Figura 2), sugerindo um cenário de consumo doméstico fragilizado.

Figura 1 – Brazil Misery Index (Inflação + Desemprego, %)



Fonte: Bloomberg e Morgan Stanley Research

Figura 2 – Poder de compra vs salário-mínimo

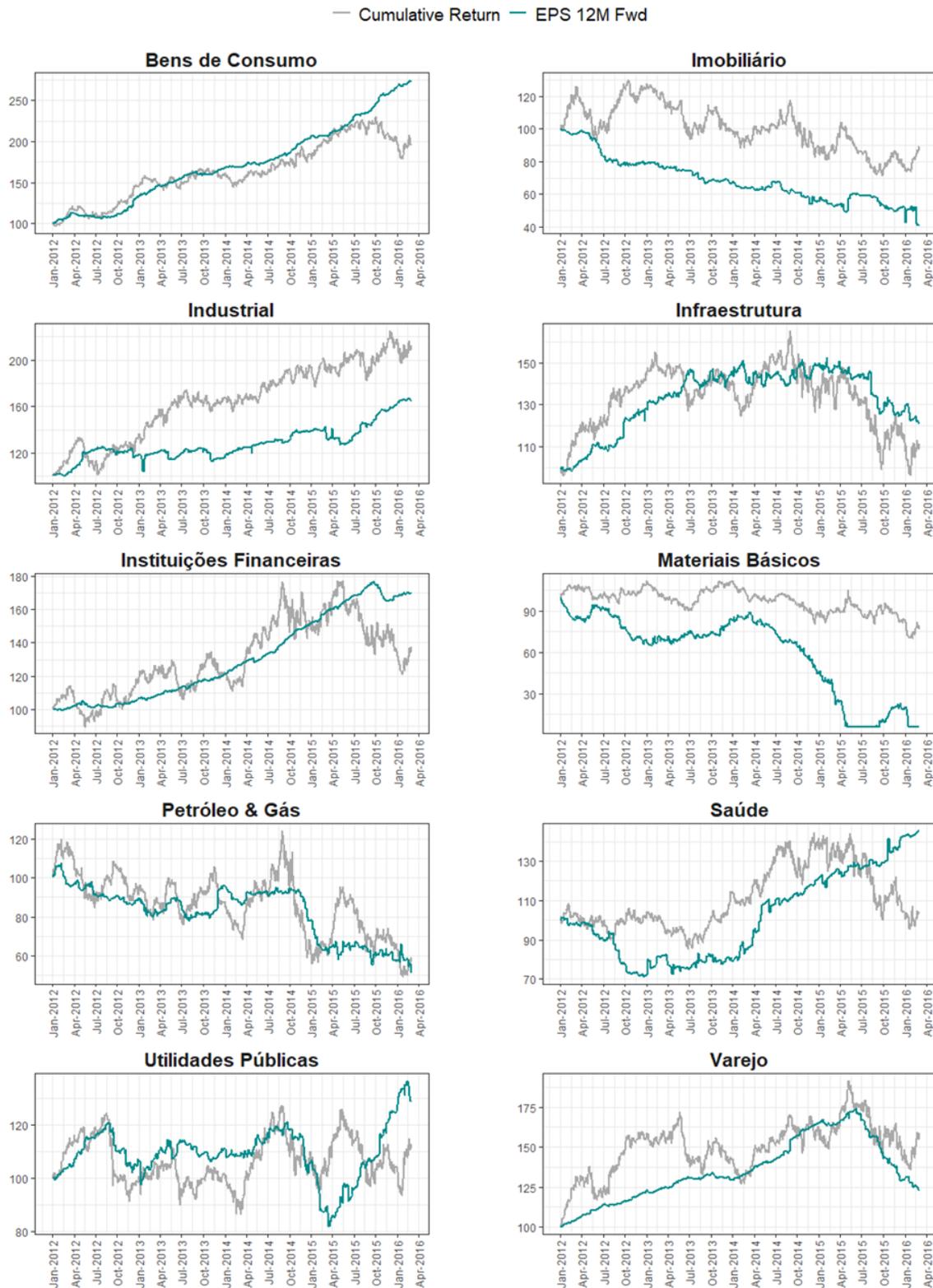


Fonte: Bloomberg e Morgan Stanley Research

Ao comentar o livro ‘Dominando o Ciclo de Mercado’ de Howard Marks, Charlie Munger afirma que “Não há professor melhor do que a história para determinar o futuro”. Ao olharmos a história, e mais precisamente o ciclo vivido entre 2012 e 2016, notamos um desempenho pouco animador do Ibovespa – retorno anual médio de 1.2%. Na Figura 3, é válido analisarmos a dispersão setorial em termos de expectativa de lucros e retorno acumulado. A dispersão sugere, de imediato, a importância de uma alocação equilibrada setorialmente. Indo além, na Figura 4, analisamos a mesma dispersão entre empresas do setor de varejo. O desempenho positivo de alguns nomes (LREN3 e RADL3) nos alerta também para o potencial de um *stock picking* que considere os fundamentos das empresas e suas capacidades de execução em períodos adversos. Voltaremos a este ponto mais adiante.

Neste relatório mensal, comentaremos o desempenho dos fundos e, na sequência, discorreremos em maiores detalhes o nosso portfólio atual.

Figura 3 – Dispersão Setorial | Retorno Acumulado e EPS 12M Forward



Fonte: Atlas One

Figura 4 – Dispersão Intrasetorial no Varejo | Retorno Acumulado e EPS 12 Forward



Fonte: Atlas One

Desempenho mensal

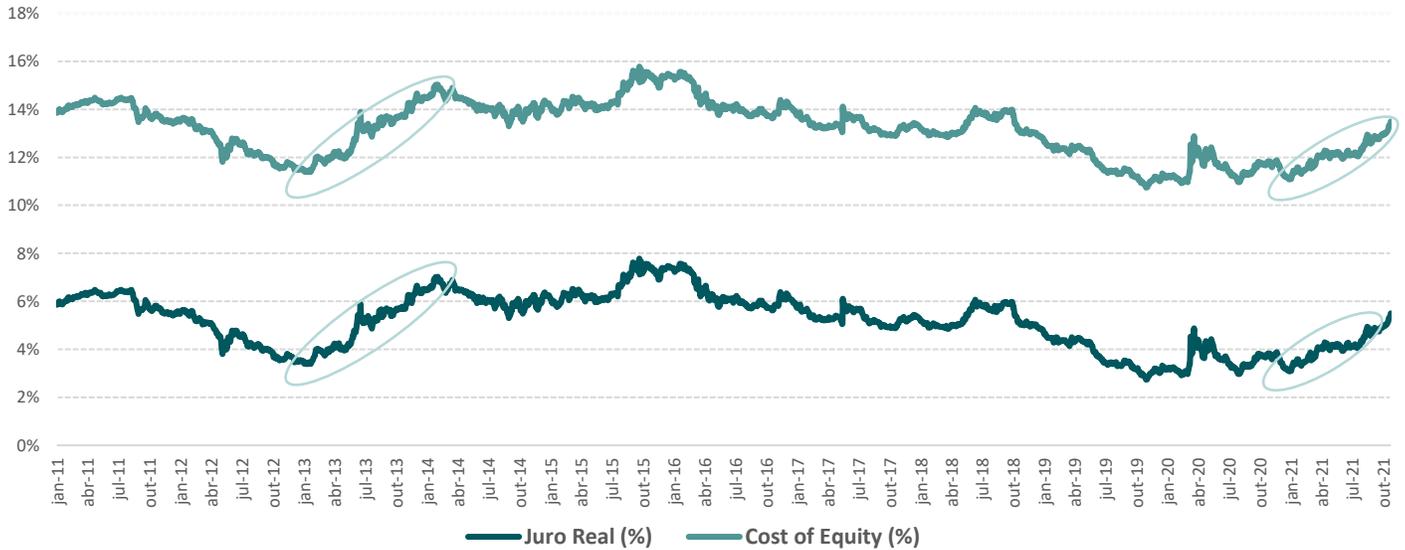
Desempenho do fundo Atlas One FIC FIA

O fundo Atlas One FIC FIA apresentou desempenho de -14.7% comparado a -6.8% do IBrX. Nos últimos doze meses, o fundo apresentou uma variação negativa de 6.32% frente a uma alta de 10.40% do benchmark. O desinvestimento em materiais básicos foi novamente um contribuidor de performance relativa (excesso de retorno de 0.8%). No entanto, a elevada exposição em varejo e bens de consumo continuou a impactar negativamente o portfólio. Somados, os setores de varejo, bens de consumo e infraestrutura representaram um desempenho negativo de 761bps frente ao índice.

No mês de outubro, o juro real e o custo de capital continuaram o movimento de subida (ver Figura 5) e retornaram ao patamar atingido entre meados de 2014 e 2015 e novamente em 2018 (vésperas da última eleição). Somado ao risco global de inflação mais elevada e persistente, o risco de perda de âncora fiscal com o furo no teto orçamentário agravou um cenário que já era incerto. A Pesquisa Focus tem indicado subseqüentes revisões negativas. Neste momento, ela aponta para um crescimento do PIB de 1,2% em 2022 - quando há apenas dois meses as estimativas apontavam para 2% -, convergindo as expectativas para uma economia doméstica em recessão.

Inflação em alta, queda de indicadores de confiança e consumo doméstico fragilizado compõem o cenário que derrubou as ações de varejo e consumo. É válido atentarmos ainda que estes setores concentram boa parte da nossa alocação em ativos de crescimento. Apresentando parte importante do seus *valuations* em fluxos de caixa gerados em exercícios mais longínquos, são ativos mais sensíveis às elevações de juros e de custo de capital.

Figura 5 – Série de Juro Real e Custo de Capital (%)



Fonte: Atlas One

Apesar de os aspectos macroeconômicos estarem dominando as narrativas no curto prazo, conforme descreveremos melhor adiante, continuamos bastante construtivos com os fundamentos. Seguimos preponderantemente comprados e com concentração de 58% nas dez principais ações do portfólio, sendo nossas cinco maiores posições: Intermédica, B3, Suzano, Magalu e Vamos.

Desempenho do fundo Atlas One Long Bias FIC FIM

O fundo Atlas One Long Bias FIC FIM teve desempenho negativo no mês de outubro de -3.6%, o que faz com que sua performance nos últimos doze meses acumule uma variação de +7,9%. Em termos de contribuição, as posições compradas no mercado norte-americano contribuíram com 177bps ao passo que os setores de Instituições Financeiras, Infraestrutura, Petróleo & Gás e Saúde no mercado doméstico foram os destaques negativos.

Figura 6 – Atribuição de Performance Setorial – Atlas One Long Bias FIC FIM

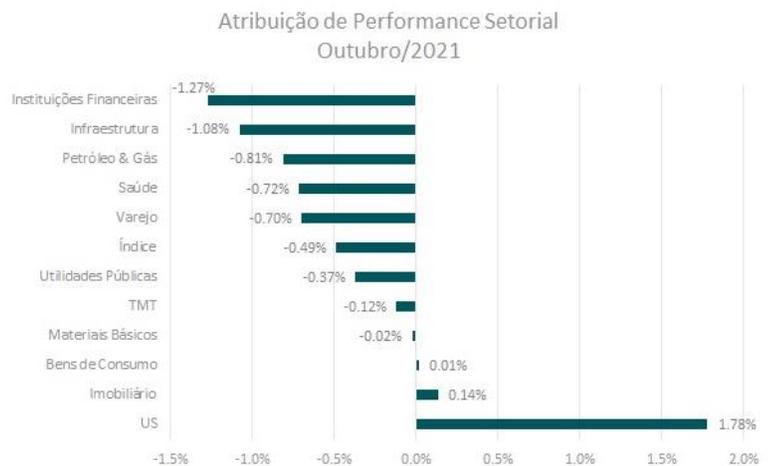
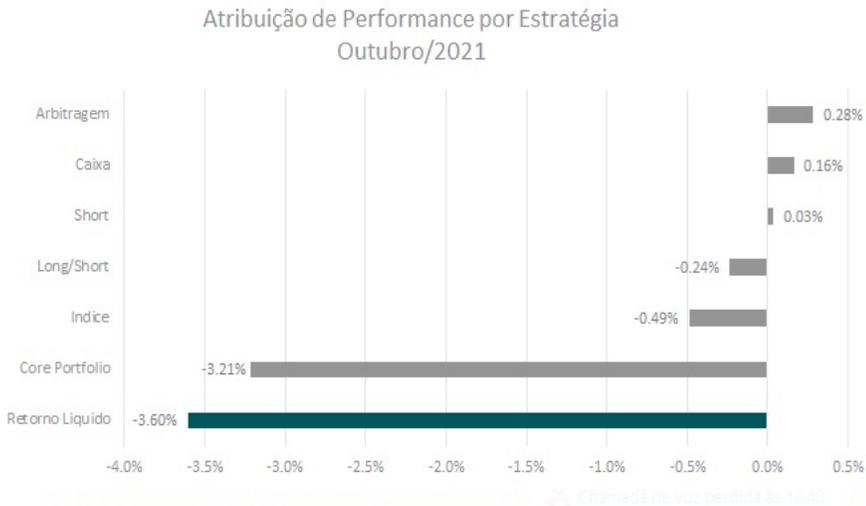


Figura 7 - Atribuição de Performance Por Estratégia – Atlas One Long Bias FIC FIM



Iniciamos o mês com posição net comprada de 90%. O evento que culminou no estouro do teto de gastos e gerou uma alta nos juros futuros nos levou a reduzir taticamente o risco através da venda de índice futuro para um patamar próximo a 50%. Na medida que a bolsa foi realizando, aumentamos o risco gradativamente até fechar o mês net comprado em 90%. Desse montante, temos quase 30% do risco em índices internacionais, além de uma exposição seletiva em instituições financeiras e energia.

Portfólio

Diante de um provável cenário de desaceleração econômica, faz-se necessário uma seleção ainda mais criteriosa dos ativos que compõem o portfólio e atenção redobrada aos fundamentos dos negócios. Nosso portfólio é composto por empresas que apresentam fundamentos sólidos e nas quais temos uma boa visibilidade de suas criações de valor a médio e longo prazo. Na tentativa de melhor qualificá-lo, achamos válido o descrevermos a partir de quatro atributos presentes em nossas teses de investimento e ilustrarmos cada um com uma breve descrição de um *case*:

(i) Resiliência: Empresas e modelos de negócios que atravessam momentos de conjuntura econômica desafiadora com pouco ou nenhum impacto em suas operações.

Grupo NotreDame Intermédica (GNDI3)

Seguido de casa própria e educação, plano de saúde é o terceiro item na lista de desejos dos brasileiros e esse desejo tem sido intensificado após a atual pandemia. No entanto, com uma inflação médica consistentemente alta e oriunda principalmente da ineficiência e desperdício no nosso sistema de saúde, a obtenção de um plano tem se mostrado um desafio para empresas e famílias. O modelo verticalizado da Intermédica e Hapvida – as duas empresas estão em processo de fusão - viabiliza um maior controle de custos e despesas e endereça essa problemática oferecendo planos com rede hospitalar e serviços de diagnóstico que unem qualidade, preços atraentes e reajustes inferiores à inflação médica.

Historicamente, a companhia tem demonstrado resiliência a partir de um bom desempenho em períodos adversos. Mesmo em cenário de instabilidade política e inflação, o grupo tem boas perspectivas de crescimento de sua base de beneficiários e de ganho de participação de mercado. De acordo com a ANS, durante o período compreendido entre 2014 e 2018, o número de beneficiários no sistema privado de saúde suplementar decresceu 7%, ao passo que a Intermédica expandiu organicamente sua base em 47% no mesmo período. Combinando uma gestão experiente, uma execução sólida

e uma alocação de capital que suporta um crescimento sustentável (ver Tabela 1 ao final do relatório), vemos a empresa inserida em um setor de crescimento secular e muito bem-posicionada para continuar entregando retornos atraentes aos seus acionistas.

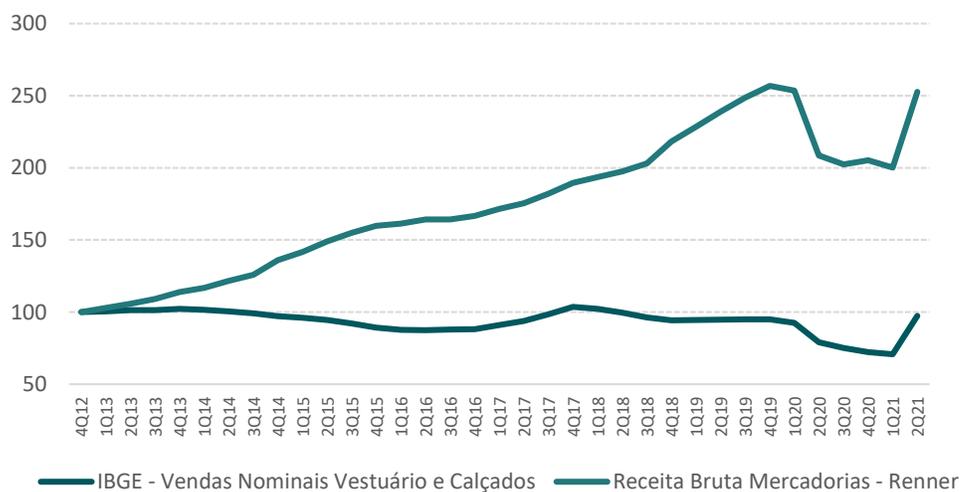
Outros cases que apresentam **Resiliência**: Rede D’Or (RDOR3) e Suzano (SUZB3).

(ii) **Ganho estrutural de participação de mercado em conjunturas adversas**: Empresas que atuam em mercados fragmentados e que podem sobressair-se frente aos concorrentes em momentos adversos, absorvendo ganhos estruturais de participação de mercado e fortalecendo-se.

Lojas Renner (LREN3)

A Renner é o maior varejista de moda do país e detém uma participação de mercado de apenas 6% em um setor naturalmente fragmentado. Com capacidade de execução muito acima da média do setor, a companhia foi capaz de construir um diferencial de cadeia de suprimentos frente aos concorrentes que a auxilia a entregar de forma consistente produto certo no preço adequado. Em conjunturas econômicas adversas, como por exemplo no ciclo compreendido entre 2013 e 2015, a Renner foi capaz de absorver participação em um mercado no qual os seus concorrentes estavam fragilizados (ver Figura 8).

Figura 8 – Crescimento histórico Renner vs mercado – Base 100



Através da implantação de uma estratégia multicanal e fazendo uso de sua capilaridade geográfica, a companhia reforça sua proposta de valor e expande seu mercado endereçável, dando início a mais um virtuoso ciclo de crescimento. Além disso, é válido citarmos que a Renner realizou recentemente uma oferta de quatro bilhões de reais, adquirindo flexibilidade de balanço que a permite encontrar novas avenidas de crescimento a partir de aquisições. Com um histórico exemplar de alocação de capital (ver

Tabela 1), enxergamos a empresa bem-preparada para extrair bons retornos em seus projetos.

Outros *cases* que apresentam **ganho estrutural de participação de mercado** em conjunturas adversas: Unidas (LCAM3) e Grupo Soma (SOMA3).

(iii) **Motor próprio de crescimento**: Empresas que não são imunes a conjunturas desafiadoras, mas para as quais os principais vetores de suas teses de investimento dependem preponderantemente de execução. Portanto, em sendo bem-sucedidas, apresentarão resultados operacionais excelentes.

Vamos (VAMO3)

O segmento de aluguel de caminhões e máquinas pesadas no qual a empresa está inserida deve continuar a crescer de modo expressivo nos próximos anos. Dois fatores principais e alheios ao cenário de consumo doméstico explicam o crescimento: (i) Os bons ventos no setor agrícola certamente irão demandar uma maior quantidade de caminhões para transporte e equipamentos. A CONAB estima que a produção de grãos aumente +14% ao ano em 2022/21, com grande destaque para a soja e a recuperação da produção de milho após a quebra de safra de 2021/20. (ii) O aumento expressivo no custo de aquisição das máquinas e equipamentos. Desde o início do ano passado, os dez modelos de caminhões mais vendidos no Brasil ficaram até 20% mais caros, reflexo não somente do aquecimento de demanda como dos insumos necessários para a produção. O custo de imobilização para os clientes da Vamos torna-se mais elevado e o desconto de compra obtido pela empresa junto às montadoras mais atraente, favorecendo o aluguel *versus* a aquisição de caminhões e máquinas. Hoje, estimamos que o aluguel seja 30% mais econômico do que a aquisição.

A empresa deve continuar a ganhar participação em um mercado subpenetrado. A frota da Vamos representa menos de 2% da frota de caminhões e máquinas alugadas no Brasil. Esperamos que a empresa atinja 35 mil caminhões e máquinas em 2022 - um acréscimo de 50% vs. 2021 - e 50 mil equipamentos em 2023. Com uma proposta de valor sólida e pautada em transferir os crescentes benefícios de gestão e escala para seus clientes, o sucesso no investimento depende majoritariamente de execução. A companhia vem nos impressionando com uma execução sólida e disciplinada, tanto em aspectos financeiros quanto operacionais, principalmente no que tange os investimentos em tecnologia e fortalecimento comercial para fomentar seu processo de expansão. Acreditamos na continuidade de entrega de excelentes resultados operacionais.

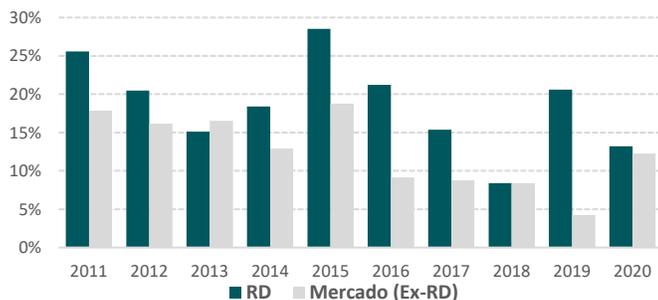
Outros cases nos quais as empresas apresentam “**Motor próprio de crescimento**”: Ultrapar (UGPA3), GPS (GGPS3), Natura (NTCO3) e Alpargatas (ALPA4).

(iv) Crescimento secular: Empresas que estão expostas a uma tendência secular de crescimento. Embora possam sofrer com efeitos negativos de inflação e desaceleração do consumo, continuarão apresentando crescimento e possuem um cenário favorável em um horizonte de investimento mais amplo.

Raia Drogasil:

A empresa está exposta à tendência secular de envelhecimento da população brasileira, que apresenta um milhão de novos idosos por ano. O aumento do consumo de medicamentos, por consequência, vem crescendo anualmente a duplo dígito nos últimos 20 anos. Além disto, a Raia vem demonstrando execução impecável na gestão e na expansão de sua rede de lojas, com 240 aberturas de lojas por ano e T.I.R real média realizada de 20%. A empresa vem sendo capaz de crescer consistentemente acima do mercado, mesmo em períodos conturbados de consumo doméstico (ver Figura 9). Com cerca de 15% de participação de mercado, ainda há bastante espaço para continuar a consolidar sua presença em âmbito nacional, impulsionada principalmente pela aceleração de sua estratégia digital e multicanal. O canal online permitirá crescimento de suas lojas já maduras acima da inflação por tempo prolongado. Indo além, a tese de investimento conta ainda com a opcionalidade advinda da ressignificação da farmácia como um *hub* de serviços de saúde e da criação de um *marketplace* para ampliação do sortimento via vendedores parceiros.

Figura 9 – Crescimento Raia Drogasil vs Mercado Farmacêutico



Outros *cases* inseridos em uma **tendência secular de crescimento**: Magalu (MGLU3) e Locaweb (LWSA3) - aumento da penetração do e-commerce; Petz (PETZ3) - humanização dos *pets*; Banco Inter (BIDI11) - desconcentração bancária; BTG (BPAC11) - *financial deepening* e desconcentração bancária; Intermédica (GNDI3) e Rede D’Or (RDOR3) – envelhecimento da população brasileira;

Fonte: Atlas One

Por fim, julgamos importante citarmos que parte importante de nosso portfólio é constituído de empresas de qualidade, com histórico comprovado de alocação de capital. Na Tabela 1, calculamos o retorno incremental obtido através dos investimentos realizados entre os exercícios de 2013 e 2019 de algumas empresas que investimos (RoIC Marginal). Os resultados demonstram como as empresas foram capazes de obter bons retornos, mesmo atravessando um ciclo econômico conturbado no período.

“Leaving the question of price aside, the best business to own is one that over an extended period can employ large amounts of incremental capital at very high rates of return.” – Warren Buffett, 1992 Shareholder Letter

Tabela 1 – RoIC Marginal e Taxa de Criação de Valor

	Raia Drogasil	Renner	Intermédica ^{1 2}	Natura ³
NOPAT				
2013	150	453	(41)	935
2019	652	1,175	555	1,548
Δ NOPAT (D)	502	722	596	613
Lucro Operacional Acumulado (A)	2,852	4,956	1,497	5,729
Capital Investido				
2013	1,559	2,474	1,332	2,816
2019	4,282	5,061	5,090	6,602
Δ Capital Investido (B)	2,723	2,587	3,758	3,785
Taxa de Reinvestimento (C = B/A)	95%	52%	251%	93%
ROIC Marginal (E = D/B)	18%	28%	16%	16%
Taxa de Criação de Valor (CxE)⁴	18%	15%	40%	15%

¹ A taxa de reinvestimento de Intermédica é maior que 1, pois a empresa utilizou capital de terceiros (empréstimos financeiros) para viabilizar as aquisições efetuadas;

² Por falta de dados (IPO realizado em 2018), usamos 2014 ao invés de 2013 como período de início;

³ Calculamos Roic Ajustado, retirando ágio por rentabilidade futura do Capital Investido, de forma a melhor capturar retorno recorrente;

⁴ Taxa de criação de valor da Firma, desconsidera efeitos de estrutura de capital;

Considerações Finais

É atribuído a Ben Graham a frase que define o mercado como uma *Voting Machine* no curto prazo, mas uma *Weighing Machine* no longo prazo. Em outras palavras, os preços das ações refletem inicialmente as opiniões e apenas depois os fundamentos. O efeito prático é que o mercado muitas vezes reage exageradamente a informações marginais ou fluxos técnicos, porém eventualmente os Fundamentos dos Negócios trazem os preços para uma realidade mais próxima do real valor dos negócios.

A grande dificuldade está em conseguir antecipar estas correções. Entendemos que a volta ao equilíbrio varia de tempos em tempos e caso a caso, podendo as distorções entre preço e valor serem rapidamente corrigidas ou narrativas podem dominar os preços por longos períodos.

Nosso trabalho consiste em identificar as companhias cujos fundamentos de médio e longo prazo apontam para criação de valor e, de certa maneira, tentar identificar e separar destes fundamentos os ruídos de curto prazo e generalizações setoriais que muitas vezes deprimem os preços das ações. Não sucumbir à tentação de tentar fazer *market timing* para posicionar o portfólio no que aparenta ser mais seguro ou menos incerto no curto prazo é fundamental para almejar ganhos relevantes ao longo do tempo.

A arbitragem do horizonte de investimento constitui, juntamente à diversificação de portfólio, um dos únicos “retornos gratuitos” no processo de investimento. Portanto, olhar para onde apontam os resultados dos negócios é o foco na captura de oportunidades, sendo este o grande motor de convergência entre preço e valor. Se os negócios vão bem, as ações irão bem.

Continuamos o nosso trabalho de acompanhar os negócios e, cientes do cenário que se desenha, seguimos confiantes da qualidade de nosso portfólio e das oportunidades existentes no momento.