

GENOA CAPITAL ARPA FIC FIM

RELATÓRIO
SEMESTRAL
DE GESTÃO
DE RENDA
VARIÁVEL





SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO

2. *WHEN MICRO MEETS MACRO*

3. GANHOS

3.1 BANCOS TRADICIONAIS X *FINTECHS*

3.2 INTEL

3.3 PETROBRAS

3.4 PETRO RIO

3.5 EMPRESAS DE ALTO CRESCIMENTO NOS ESTADOS UNIDOS

4. PERDAS

4.1 QUALICORP

4.2 MERCADO LIVRE

5. CENÁRIO PARA 2023

5.1 CENÁRIO PARA 2023: A ESTRATÉGIA DA ANDORINHA

6. REFERÊNCIAS



1. INTRODUÇÃO

O **GENOA CAPITAL ARPA FIC FIM** É A NOSSA ESTRATÉGIA DE RETORNO ABSOLUTO, QUE BUSCA GANHOS DE CAPITAL NO LONGO PRAZO ATRAVÉS DO INVESTIMENTO COM VIÉS COMPRADO EM RENDA VARIÁVEL (*LONG BIASED*) ASSOCIADO À ESTRATÉGIAS ATIVAS DE PROTEÇÃO DE CAPITAL.

AQUI ABORDAREMOS A EVOLUÇÃO DO CENÁRIO ECONÔMICO RELEVANTE PARA A RENDA VARIÁVEL, O DESEMPENHO RECENTE DA ESTRATÉGIA E SEU POSICIONAMENTO ATUAL.

TAMBÉM DIVIDIREMOS ALGUMA TESE DE INVESTIMENTO INTERESSANTE DE MANEIRA MAIS DETALHADA QUE NAS COMUNICAÇÕES REGULARES.

ADICIONALMENTE A ESTE RELATÓRIO SEMESTRAL, ESPECÍFICO DA GESTÃO DE RENDA VARIÁVEL, SEGUIREMOS COM A PUBLICAÇÃO DA NOSSA CARTA MENSAL, QUE ABORDA OS PRINCIPAIS PONTOS DO CENÁRIO MACROECONÔMICO E OS COMENTÁRIOS MENSAIS DE POSICIONAMENTO E ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE DE TODAS AS NOSSAS ESTRATÉGIAS.

GOSTARÍAMOS DE AGRADECER A CONFIANÇA DOS NOSSOS INVESTIDORES E ESPERAMOS QUE GOSTEM DO CONTEÚDO.

BOA LEITURA!



2. WHEN MICRO MEETS MACRO

Começamos nossa última carta semestral apresentando os atributos que acreditamos estarem presentes nas melhores companhias: crescimento elevado por extenso período, bons e sustentáveis retornos e, por fim, preço justo. De fato, sob a ótica micro, a ocorrência simultânea desses elementos costuma ser sinal de grandes oportunidades. No entanto, a avaliação completa de qualquer potencial tese de investimento requer que esses atributos sejam também julgados à luz de uma perspectiva macro, que considera os aspectos econômicos e políticos do contexto em que as empresas estão inseridas, bem como o ambiente geral de expectativas dos investidores. Se, nas origens da filosofia iluminista, discutia-se a magnitude dos efeitos da sociedade – ou do meio exterior – sobre o homem natural, nos mercados, parece claro que o contexto externo importa. Empresas caracterizadas por altas taxas de crescimento, rentáveis, e dirigidas por times competentes, podem não ser necessariamente os melhores investimentos em janelas de elevação de juros, por exemplo, dado que, nesses casos, geralmente grande parte do valor gerado ao acionista está no futuro – e é, por isso, sensível a elevadas taxas de desconto. Ao mesmo tempo, ambientes políticos e jurídicos instáveis podem prejudicar inclusive empresas líderes e dotadas de elevada escala e vantagens competitivas.

No Brasil, o panorama político-econômico foi se deteriorando ao longo do último ano, o que nos desafiou a encontrar teses de investimento com boas perspectivas no âmbito micro, apesar da influência de um ambiente macro desafiador. No cenário internacional, a crescente preocupação com o controle da inflação, que resultou em algumas rodadas de elevação de juros, impulsionou um movimento relevante de correção nos mercados, sobretudo nas empresas de tecnologia. Nesse contexto, buscamos nos posicionar, na ponta comprada, em teses que se defendiam – ou, de alguma forma, se beneficiavam – de um ambiente mais difícil. Na ponta vendida, procuramos exposição às empresas mais frágeis do ponto de vista operacional, e cujos preços pareciam não refletir essa realidade. Assim, nossos principais ganhos em 2022 se concentraram em:

1. Posições compradas em empresas estatais, nas quais o bom momento operacional e o *valuation* suportavam piores no ambiente político-econômico subjacente. É o caso da Petrobras. O ganho total aqui foi de 3,2%.
2. Posições compradas em bancos tradicionais (Itaú e Banco do Brasil) *versus fintechs* (Nubank, Stone e PagSeguro), que totalizaram ganhos de 4,1% no ano.
3. Posição vendida em Intel, cujo desempenho operacional parecia bastante sensível à deterioração da economia e ao ambiente competitivo mais duro nos mercados relevantes. Nosso ganho total aqui foi de 2,7%.
4. Posições vendidas em empresas de tecnologia e de alto crescimento nos Estados Unidos, cujo *valuation* parecia bastante distorcido. Ganhamos 2,1% ao longo do ano com essa tese.
5. Posição comprada em empresas de petróleo, expostas à recuperação cíclica dos preços da *commodity* e a um momento de melhora operacional e de consolidação, como vimos na PetroRio. Nossos ganhos aqui foram de 1,9%.

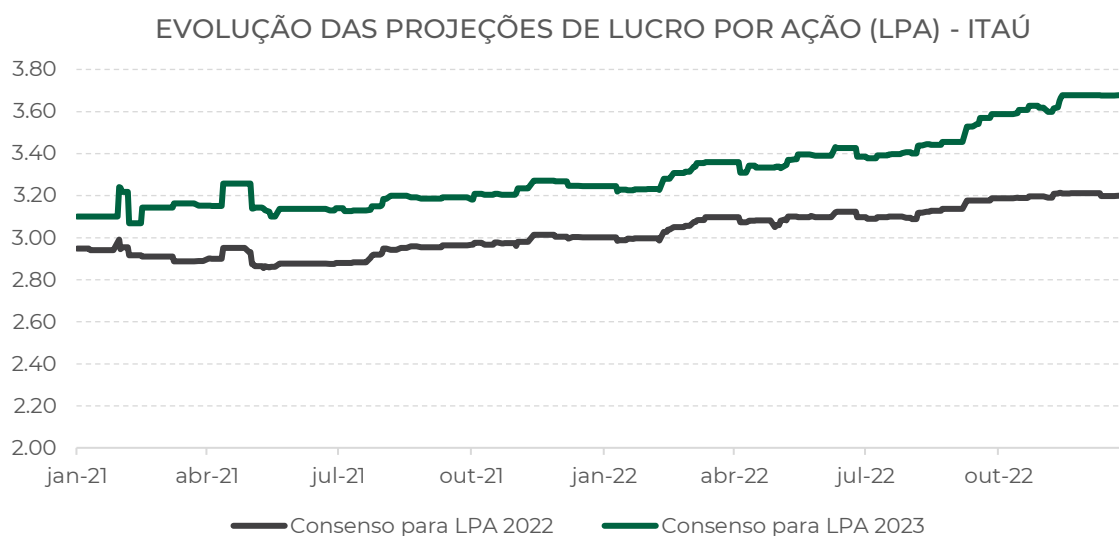


No entanto, como é típico de qualquer processo de investimento, a busca pelas boas oportunidades está também sujeita à toda sorte de erros – de tese, de tamanho ou de timing –, o que exige diligência constante e elevada disciplina de quem investe. Ao longo do ano passado, nossas maiores perdas se concentraram nas teses compradas em Qualicorp e em Mercado Livre. Lidar com os erros nunca é trivial, mas preferimos encarar esse processo sob a ótica do que ele tem a nos oferecer em seguida: a possibilidade de acertar. Certa vez, Howard Marks escreveu a seus clientes: *“In the end, superior investing is all about mistakes... And about being the person who profits from them, not the one who commits them”*¹. Concordamos com ele. Nesse ano, continuaremos em busca de boas teses de investimento e seguiremos comprometidos para que os aprendizados advindos dos erros anteriores nos ajudem a ampliar nossos acertos.

3. GANHOS

3.1 Bancos tradicionais x fintechs

Ao longo do ano, nossa tese comprada nos bancos tradicionais gerou aproximadamente 2% de retorno para o fundo. Além de possuírem balanços robustos e receitas diversificadas – fundamentais em cenários econômicos incertos –, os bancos deveriam auferir ganhos importantes em suas receitas financeiras advindas de juros mais altos, suficientes para compensar as elevadas provisões com créditos duvidosos. Mais do que isso, projetávamos forte crescimento de carteira ao longo do ano, explicado principalmente pelo retorno das pessoas físicas aos níveis de consumo verificados pré-pandemia. Nesse contexto, Itaú e Banco do Brasil entregaram resultados trimestrais robustos, apresentando retornos sobre patrimônio líquido acima de 20% e indicadores de qualidade de carteira saudáveis em relação aos seus concorrentes. Nossos ganhos derivaram justamente das revisões positivas de lucro sequenciais ao longo de 2022 para ambas as companhias.

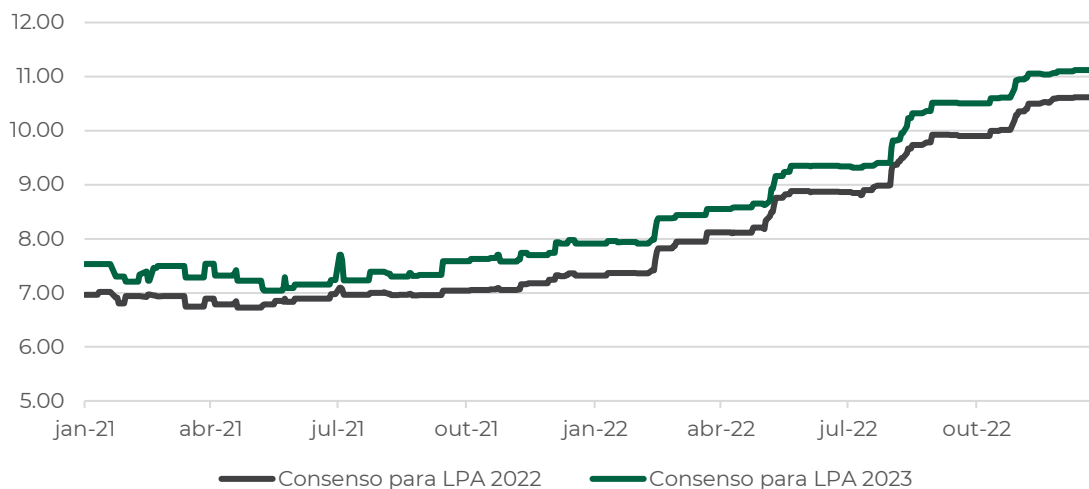


Fonte: BBG

1. Tradução livre: “Ao final, investir melhor é sobre errar... e é sobre ser a pessoa que lucra dos erros, e não ser a pessoa que os comete.



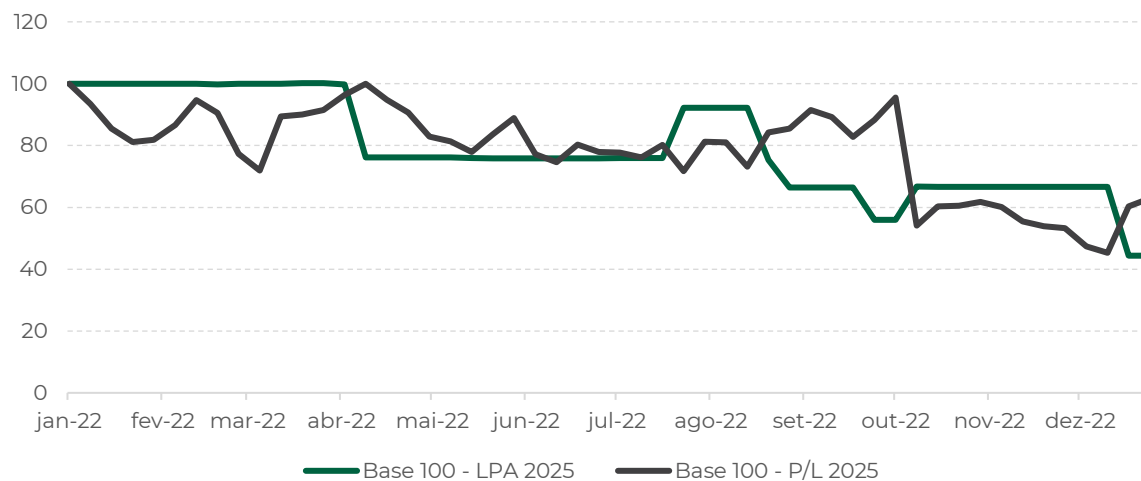
EVOLUÇÃO DAS PROJEÇÕES DE LPA (BANCO DO BRASIL)



Fonte: BBG

Por outro lado, posições vendidas em *fintechs* compuseram os 2% restantes dos nossos ganhos no setor. Acreditávamos que essas empresas, ao contrário das instituições mais tradicionais, não possuíam diversificação de receitas e balanço fortes o suficiente para se proteger num cenário de juros mais altos, cujas principais implicações são altos índices de inadimplência (sobretudo para as classes de renda mais baixa) e elevados custos de financiamento. Considerando que as *fintechs* não desfrutavam de grande atratividade para captação, suas rentabilidades acabaram negativamente afetadas num momento em que os investidores passaram a privilegiar retornos em detrimento de crescimento. Nesse contexto, a revisão para baixo de seus múltiplos (*de-rating*), ainda esticados no começo do ano, parecia iminente. De fato, nossos ganhos no ano derivaram tanto das revisões negativas de lucro para essas companhias quanto do processo de *de-rating*.

EVOLUÇÃO DAS ESTIMATIVAS DE LPA E PREÇO/LUCRO 2025 AGREGADO PARA FINTECHS (BASE 100)



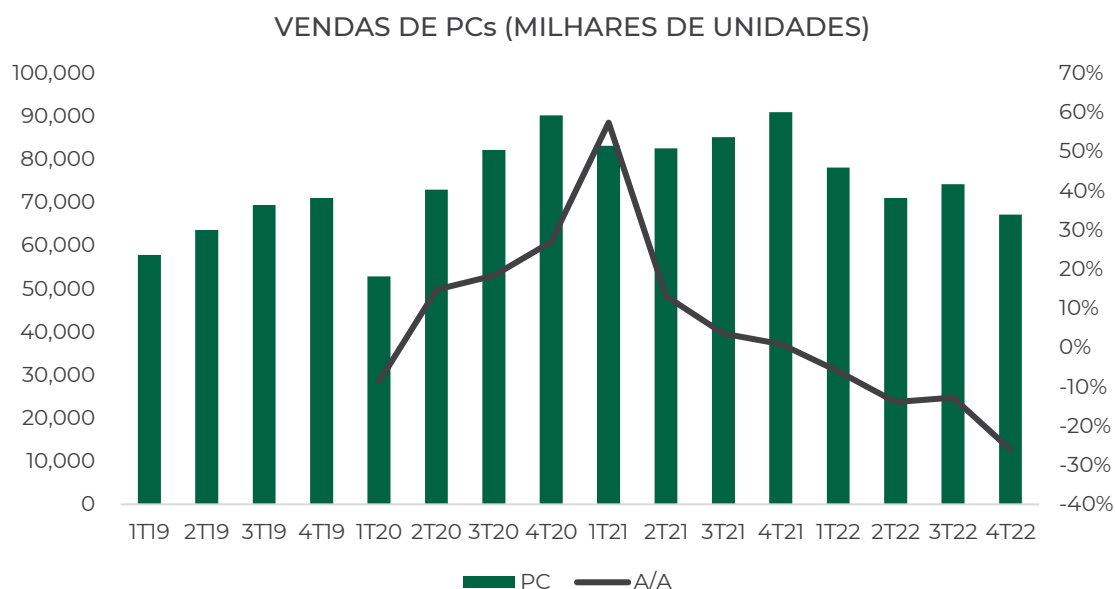
Fonte: BBG



3.2 INTEL

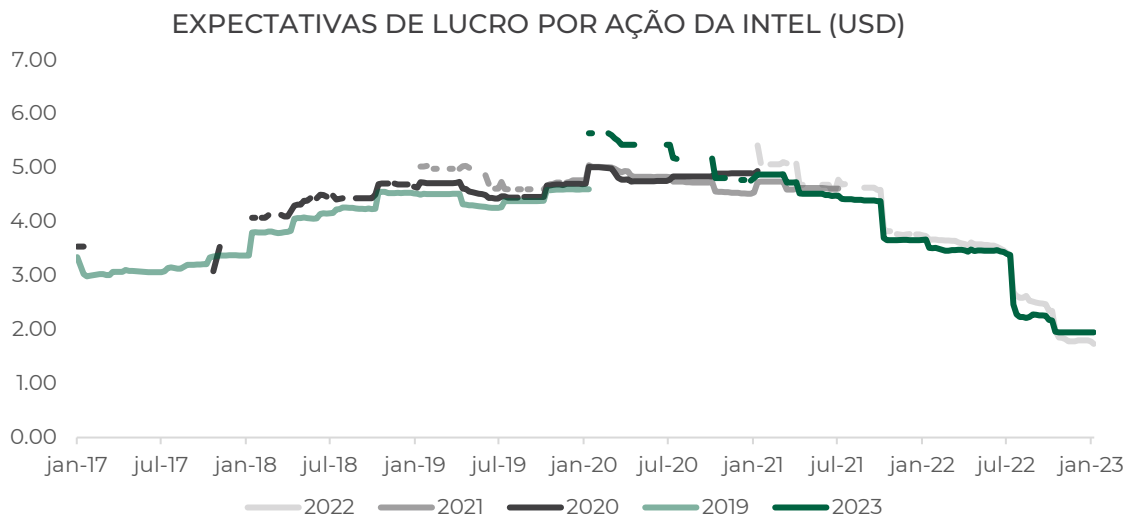
A Intel é uma das principais vendedoras de CPUs (chips de computação) do mundo, e atua em dois mercados principais: 1) o de *desktops* e *notebooks* (computadores/PCs), e 2) o de servidores (para *datacenters* próprios ou em nuvem). Montamos uma posição vendida na empresa em meados do primeiro trimestre do ano passado, vislumbrando capturar dinâmicas de curto e de longo prazo que deveriam repercutir negativamente em seu valor de mercado.

Depois de estudar sobre o mercado de CPU para computadores, percebemos que a Intel parecia estar tendo dificuldades para sustentar os elevados patamares de vendas desse produto atingidos durante a pandemia. O mercado de computadores, que, pré-pandemia, somava aproximadamente 250 milhões de unidades vendidas ao ano, chegou a atingir cerca de 350 milhões em 2021. A normalização dos níveis não recorrentes de demanda ao longo dos dois últimos anos, combinada à elevação das taxas de juros ao redor do mundo e à redução de consumo da China por conta dos *lockdowns*, levou o mercado de computadores a contrair rapidamente – as quedas nas vendas de um dígito médio no começo do ano escalaram para contração de quase 15% no 2T22 e de praticamente 30% no último trimestre de 2022. Essa situação foi agravada no caso dos CPUs, uma vez que a cadeia de computadores estava carregando estoques elevados desses chips. Como resultado, a fraqueza no mercado de PCs foi sentida de modo amplificado pelos fabricantes de CPUs, que sofreram com cortes de pedidos e vendas a preços muito descontados.



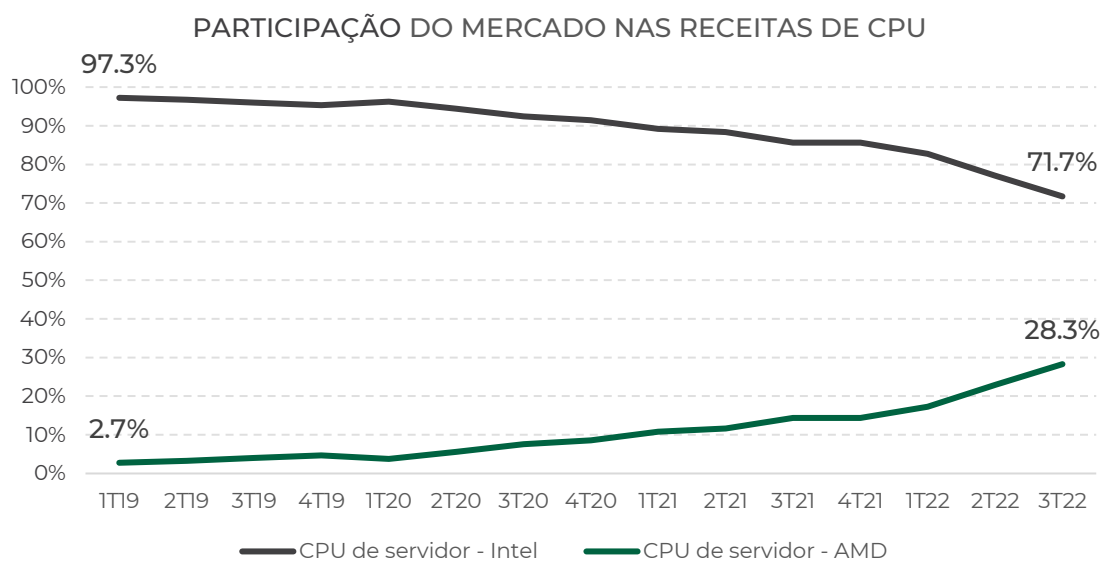
Fonte: IDC

O impacto desse movimento nos resultados da Intel ficou evidente a partir do segundo trimestre de 2022, quando a companhia teve que revisar em mais de 35% suas expectativas de lucro para 2022 divulgadas previamente ao mercado.



Fonte: Bloomberg

Além de um curto prazo difícil, o que nos deu conforto para manter a posição vendida em Intel pelo resto do ano foi o cenário competitivo duro com o qual a companhia teria que se defrontar no longo prazo. Desde 2019, a AMD, principal competidora da Intel, ganhou 25p.p. de participação nas receitas da indústria de CPUs de servidores às custas da própria Intel, que demonstrava crescente dificuldade para entregar bons produtos a seus clientes nos prazos prometidos.



Fonte: Mercury Research

Mais do que isso, encarávamos com cautela as ambições da companhia em assumir a liderança no segmento de fabricação de chips, hoje dominado pela taiwanesa TSMC. Sem ter conseguido entregar com sucesso uma tecnologia competitiva nos últimos 7 anos, a Intel prometeu desenvolver 5 novas tecnologias nos próximos 4 anos. Além de muito arriscada, essa estratégia parecia ser altamente intensiva em capital: os montantes anuais a serem desembolsados pelos próximos 2-3 anos alcançavam cifras de US\$ 20-25 bilhões (cerca de 20% do valor de mercado da Intel hoje), o que deveria comprometer a geração de caixa da companhia e, potencialmente, sua distribuição de dividendos.

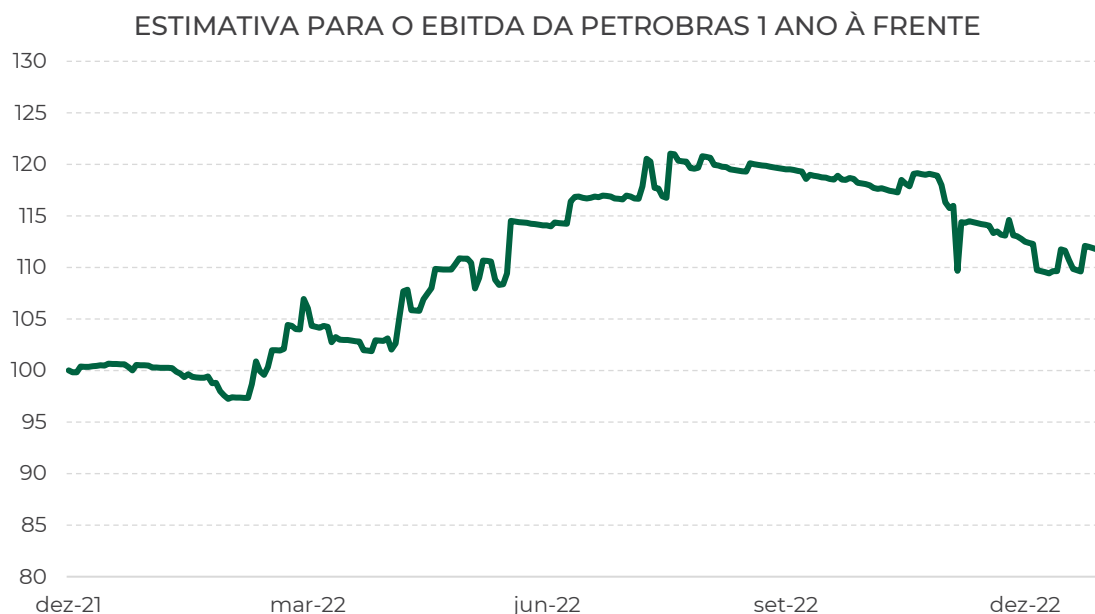


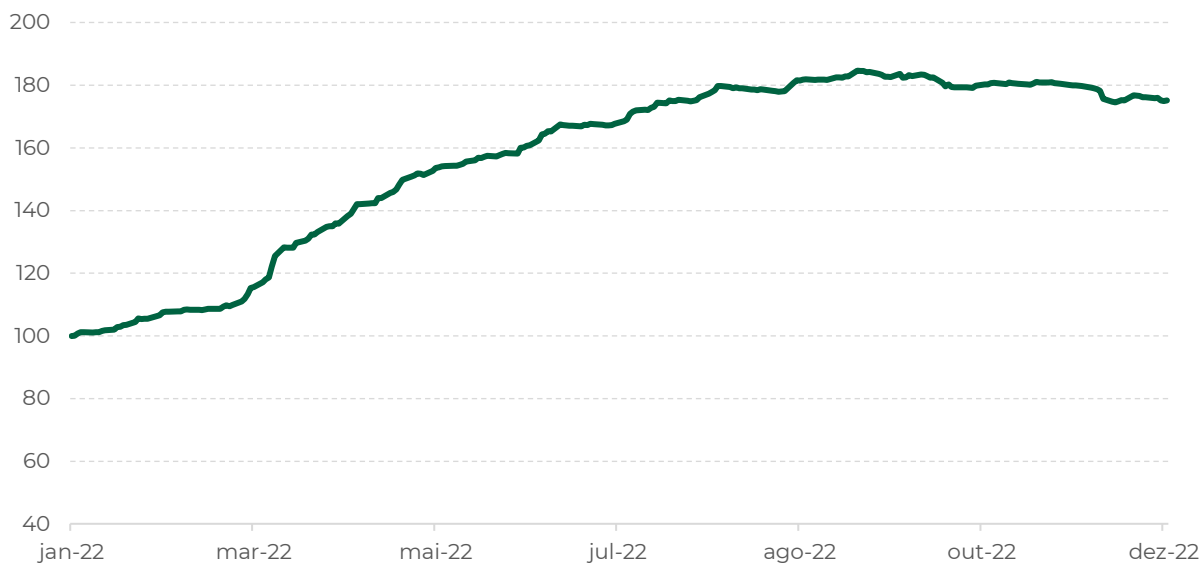
Para frente, a dinâmica ruim no mercado de computadores continua motivando cortes adicionais de receita para a Intel. No mercado de servidores, o início do que parece ser um processo de digestão de estoques em meio a um ambiente macroeconômico difícil trouxe ainda mais riscos à sustentabilidade dos resultados. Para piorar, a dificuldade para manter as fábricas cheias num momento de desaceleração do faturamento teve custos maciços em termos de rentabilidade: a Intel estimou que deve alcançar, no primeiro trimestre de 2023, o pior nível de margem bruta da história desde 1986. Por esses motivos, optamos por manter a posição vendida na companhia.

3.3 PETROBRAS

A Petrobras contribuiu de forma relevante para a performance do fundo em 2022, oferecendo oportunidades de ganho em ambas as posições – comprada e vendida. Nossa exposição à companhia ao longo do ano ilustra de forma quase caricatural – e, por isso, bastante didática – a importância de monitorarmos constantemente a conformação do ambiente macro subjacente, uma vez que seus desdobramentos econômicos e políticos têm potencial de influenciar significativamente o desempenho operacional e financeiro das empresas.

Na ponta comprada, a oportunidade começou a se desenhar a partir de fevereiro, quando, após a conflagração da guerra entre Rússia e Ucrânia, seguiu-se uma alta expressiva nos preços do barril de petróleo. Como resultado, as empresas de energia, que, nos últimos anos, vinham perdendo relevância nos principais índices de ações do mundo, foram positivamente impactadas, respondendo pelo maior crescimento de lucro em termos relativos nas bolsas brasileira e americana. Além da conjuntura internacional que justificava elevados preços para a *commodity*, a situação macro parecia bastante favorável para a Petrobras também em termos da política interna brasileira. Afinal, o governo se comprometia com a manutenção de uma política de preços relativamente previsível (ainda que ruidosa), dada a necessidade de pagar robustos dividendos para financiar as contas públicas.

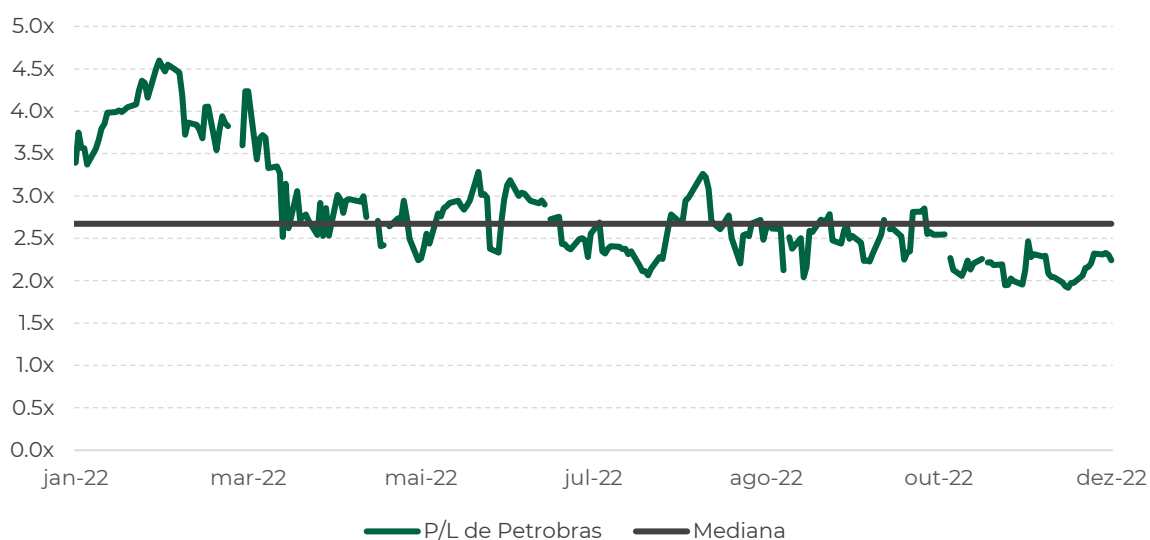


ESTIMATIVA DE LUCRO 1 ANO À FRENTE
DO SETOR DE ENERGIA NO S&P 500

Fonte: Bloomberg

Não apenas o ambiente macro parecia favorável, como também, no caso da Petrobras, o *valuation* se mostrava extremamente atrativo: o indicador P/L (preço-lucro) médio atingido ao longo do ano aproximava-se do patamar bastante descontado de 3x. Desse modo, posições compradas nas ações da companhia ofereciam um “carrego” bastante interessante, considerando a relativamente espaçosa margem de segurança em caso de eventuais mudanças bruscas de cenário. De fato, acreditamos que o múltiplo descontado, combinado à expressiva distribuição de dividendos, constituiu a parcela mais relevante da atribuição de performance em Petrobras durante o ano.

PREÇO/LUCRO DE PETROBRAS



Fonte: Bloomberg



No entanto, inerentes a qualquer tese, os riscos nem sempre cumprem papel apenas protocolar; em alguns casos, eles se materializam de forma evidente. Foi o que aconteceu aqui. Primeiramente, a alta do preço do petróleo levou o mercado a questionar a capacidade da empresa de manter a paridade com os preços internacionais; as eleições presidenciais criaram incertezas a respeito do formato da nova política de preços e do novo plano de investimentos; por fim, as frequentes trocas de comando exacerbaram o clima de insegurança que se conformava em torno da companhia. As ações sofreram em decorrência desses fatores, o que criou a oportunidade para ganhos na ponta vendida.

Assim, nossa estratégia de manter exposição à Petrobras via derivativos se mostrou muito acertada, uma vez que conseguimos defender a posição em momentos de estresse (como na saída do então presidente da empresa, Roberto Castelo Branco, em meados de junho), bem como montá-la novamente quando a queda parecia exagerada.

Apesar de ainda considerarmos o *valuation* de Petrobras bastante descontado, hoje, a assimetria parece menor, sobretudo quando comparamos aos múltiplos relativos das outras empresas de petróleo na Europa e na Ásia. Ainda, discussões sobre novas políticas de investimento e sobre potenciais mudanças na companhia estão em curso, e podem trazer maior nível de volatilidade no curto prazo. Por isso, optamos por permanecer pouco expostos a Petrobras nesse momento.

3.4 PETRORIO

Montada desde o início do fundo, a posição comprada em PetroRio oferecia, ao nosso ver, a rara combinação entre o micro e o macro que tanto buscávamos em nossas alternativas de investimento. Afinal, a companhia reunia bons atributos em termos de capacidade de execução e *valuation* num cenário externo aparentemente oportuno.

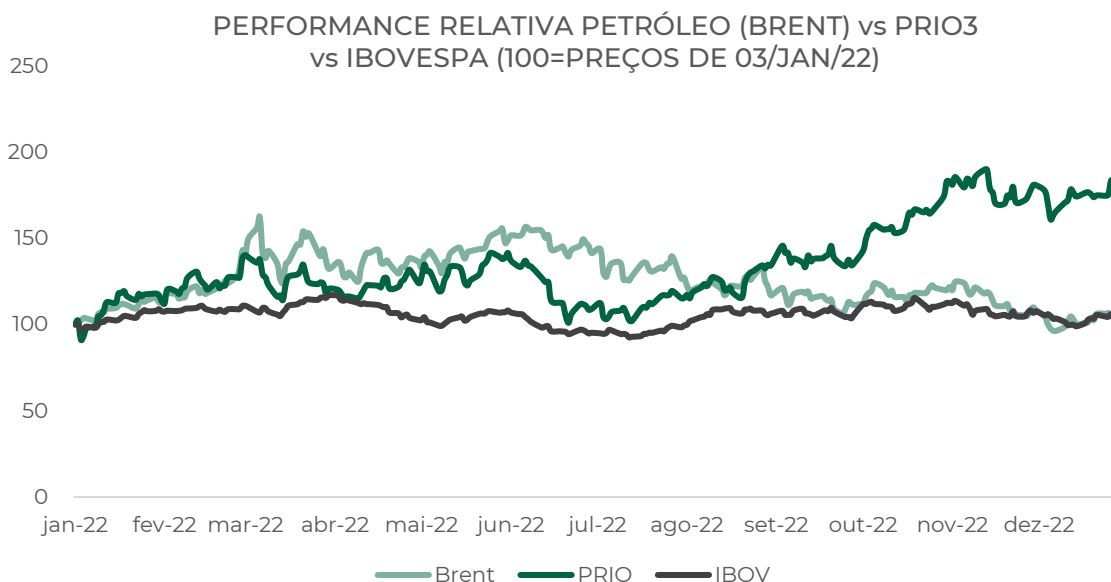
Melhor explicando, do ponto de vista macro, um ambiente favorável a preços mais altos de petróleo parecia se desenhar. De um lado, depois de anos de subinvestimento, o setor enfrentava dificuldades para expandir a oferta; de outro, o panorama da demanda era construtivo, dado que os baixos níveis alcançados durante as restrições de mobilidade na pandemia não deveriam ser recorrentes. Como sabemos, patamares reduzidos de estoque, aliados à certa inelasticidade na oferta (justificada por motivos técnicos e econômicos), implicam aquilo que todo livro de microeconomia sugere: qualquer pequena ruptura de capacidade ou recuperação de demanda deveria produzir espirais positivas de aumentos de preço.



No entanto, apesar de fazer bastante sentido, o argumento macro por si só não parecia motivo suficiente para justificar uma posição relevante no setor. Isso porque, considerando a imprevisibilidade das diversas variáveis associadas à dinâmica de oferta e demanda de um mercado líquido e global como o de petróleo, a exposição a uma companhia desse setor exigia um nível maior de conforto em termos de *valuation* e de execução. A PetroRio, em nossa opinião, nos oferecia isso.

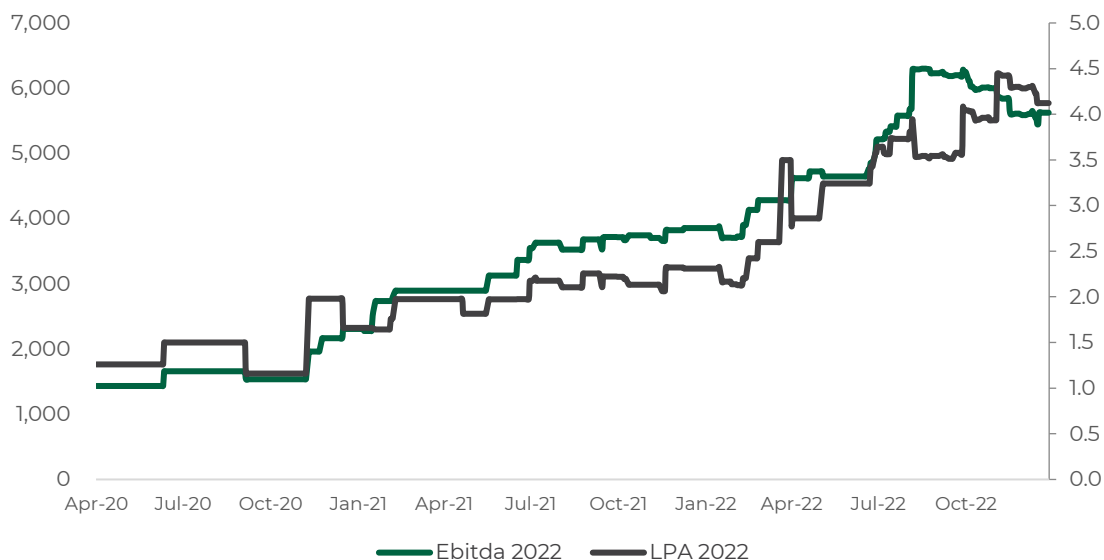
A análise mais detalhada das operações da empresa nos últimos anos sugeria que estávamos diante de uma boa executora, com evidente capacidade de surpreender as expectativas do mercado nas duas variáveis-chave do setor: produção e custo. Além disso, sempre buscando manter alinhados acionistas, executivos e funcionários, o *management* conseguiu gerar valor “além do portfólio”, a partir de aquisições que têm se mostrado cada vez mais acertadas. Em termos de *valuation*, o preço parecia não refletir a boa execução da companhia e sua capacidade de desenvolver novas avenidas de geração de valor ao longo do tempo. A realidade, então, foi implacável: a companhia surpreendeu nossas expectativas e as do mercado exatamente nesses dois pontos, e acabou se tornando uma das melhores performances da bolsa e do nosso fundo em 2022. Em termos de execução, as maiores surpresas foram 1) crescimento acima do esperado da produção no campo de Frade e 2) duas aquisições que, na nossa leitura, foram acertadas e vão sustentar crescimento com geração de valor importante para frente: Albacora Leste (campo *offshore* da Petrobras) e Dommo Energia.

Olhando em retrospectiva, ficou claro como o melhor dos cenários acontece quando o micro e o macro se complementam. O petróleo (Brent), em média, performou melhor que os outros ativos financeiros na primeira metade do ano, subindo 56% vs 7% do Ibovespa de janeiro a maio, o que sustentou a performance relativa de PRIO3 nesse período (38% vs 7%). Já, no segundo semestre, o cenário se inverteu, e o petróleo performou pior que os demais ativos financeiros (-25% vs 11% do Ibovespa). No entanto, o forte desempenho operacional aliado às boas decisões estratégicas da PetroRio – que resultaram em subsquentes revisões positivas de expectativa de lucro – garantiram a boa performance relativa da companhia vis a vis os outros ativos (69% vs 11%).



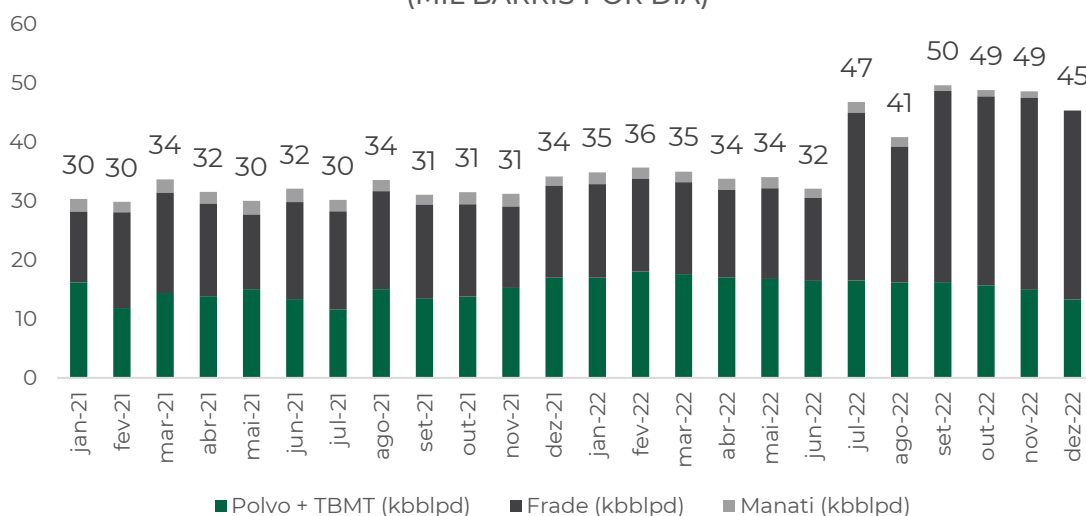


ESTIMATIVA DE LUCRO POR AÇÃO E EBITDA 2022 - PETRORIO



Fonte: Bloomberg

PRODUÇÃO POR CAMPO - PETRORIO
(MIL BARRIS POR DIA)



Fonte: PetroRio

3.5 EMPRESAS DE ALTO CRESCIMENTO NOS ESTADOS UNIDOS

Ao nos debruçarmos sobre as discussões que deveriam pautar os mercados internacionais ao longo de 2022, percebemos dois movimentos bastante intrigantes em curso no caso norte-americano: primeiramente, as estimativas gerais para a inflação dos Estados Unidos em 2022 pareciam bastante otimistas, incompatíveis com os reais desafios que se apresentariam ao banco central (Fed) nos meses seguintes. Esses desafios, em nossa opinião, não derivavam apenas de exercícios hipotéticos dos economistas na tentativa de prever o futuro, mas, ao contrário, encontravam respaldo na experiência prática de outros países, como o Brasil. Aqui, os efeitos inflacionários dos estímulos fiscal e monetário empenhados durante a pandemia obrigaram a autoridade monetária a conduzir sucessivas rodadas de elevação das taxas de juros. Em segundo lugar, os preços dos ativos na bolsa norte-americana pareciam bastante inflados, uma vez que não refletiam a probabilidade de potenciais apertos monetários na curva de juros.



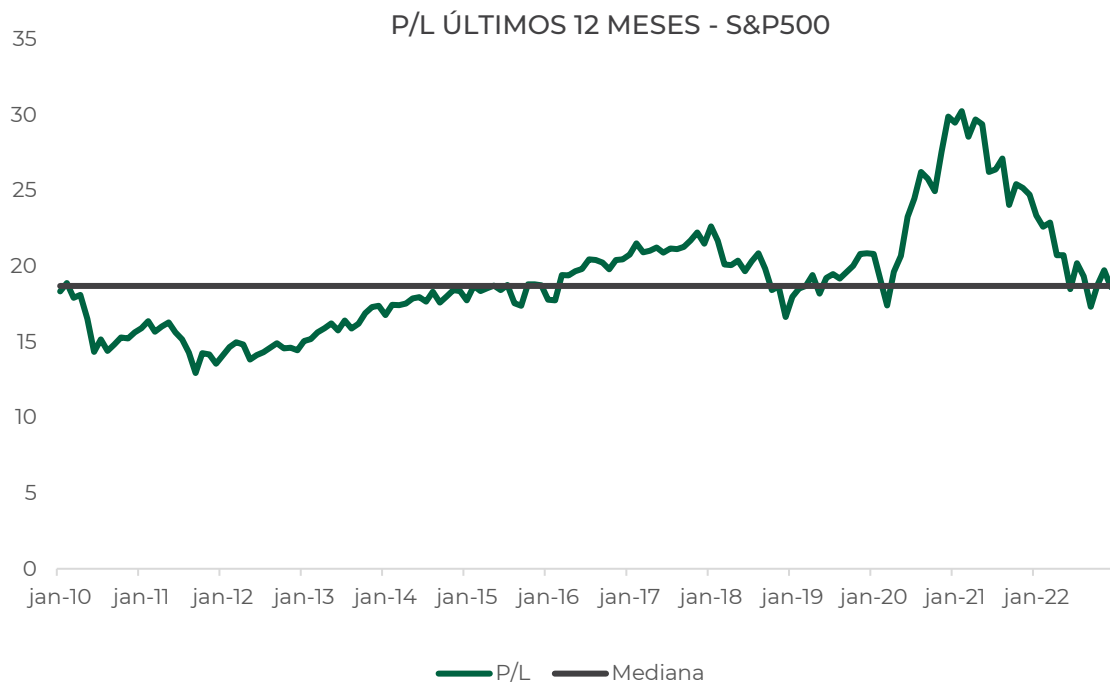
A situação se tornava ainda mais crítica quando considerávamos que, ao longo de 2021, o mercado passou por uma onda considerável de ofertas de ações, muitas vezes de empresas pouco maduras e cujos planos de crescimento pareciam bastante agressivos. Globalmente, foram mais de US\$ 600 bilhões arrecadados, divididos entre mais de mil companhias, que, ao conduzirem suas listagens na bolsa norte-americana, aumentaram significativamente o fluxo de entrada de capital naquele mercado.

Nesse contexto, as empresas ditas “*high growth and non profitable*” (i.e aquelas que crescem aceleradamente, mas, em geral, não geram lucro e queimam caixa significativamente em sua operação) pareciam bastante vulneráveis caso as atenções do mercado flutuassem de crescimento para retorno – como é típico em momentos de elevação de juros. Afinal, era difícil conhecer, com algum nível de precisão e confiança, o valor justo desses ativos: as métricas adotadas pelos investidores baseavam-se em múltiplos de valor da empresa/receita e/ou valor da empresa/usuário incapazes de oferecer uma visão fidedigna das premissas implícitas. A Snowflake é um exemplo emblemático disso, em que o mercado se viu diante da mais clássica das tentações: no ímpeto de buscar conforto psicológico para justificar a compra de uma empresa que não gerava lucro, os analistas incorreram em todo tipo de criatividade para fazer o caro parecer barato. Em algum momento, o mercado estava simplesmente precificando que a receita da companhia iria multiplicar por 20 em 10 anos. Para piorar, mesmo na mais agressiva das projeções, dificilmente a Snowflake conseguiria atingir retornos acima de seu custo de capital.





A euforia, no entanto, não estava concentrada apenas nos ativos vindos a mercado recentemente: o elevado patamar de múltiplo da bolsa americana (S&P), associado a expectativas otimistas de crescimento de receitas e margens operacionais para os próximos anos, nos trazia uma assimetria favorável para a venda de S&P num cenário de normalização da política monetária. Especificamente, montamos posições vendidas em ações que pareciam ocupar o quadrante de “múltiplos elevados” e “premissas de lucro exageradamente otimistas”, o que nos trouxe ganhos de 1,8% ao longo do ano à medida que o Fed, de fato, conduziu o aperto monetário.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg



Vale lembrar que montar apostas vendidas em mercados excessivamente otimistas é uma tarefa desafiadora em termos de timing. A euforia pode durar meses ou anos e um ativo cujo *valuation* parece irracional pode dobrar de valor antes de uma correção brusca. Nesse contexto, optamos por carregar posições vendidas conduzindo alguns ajustes e trocas por derivativos, que também trouxeram ganhos para o fundo (por volta de 1,7%) e nos protegeram em alguns momentos de realização do mercado.

O aperto monetário realizado pelo Fed em magnitude mais acentuada do que esperávamos mudou significativamente o patamar de juro de longo prazo, e, como consequência, fez com que nossa tese vendida funcionasse em velocidade superior à expectativa. Assim, acabamos reduzindo nossa posição relativamente cedo, dada a magnitude do movimento total de correção dos ativos de *high growth*, que convergiram para patamares mais compatíveis com o risco intrínseco do investimento. A bolsa americana, por sua vez, passou por um ajuste de menor magnitude: os múltiplos, que anteriormente se encontravam em níveis significativamente acima da média histórica, convergiram para patamares mais baixos, embora ainda poucos atrativos se consideradas as possíveis revisões negativas de lucro nos próximos trimestres.

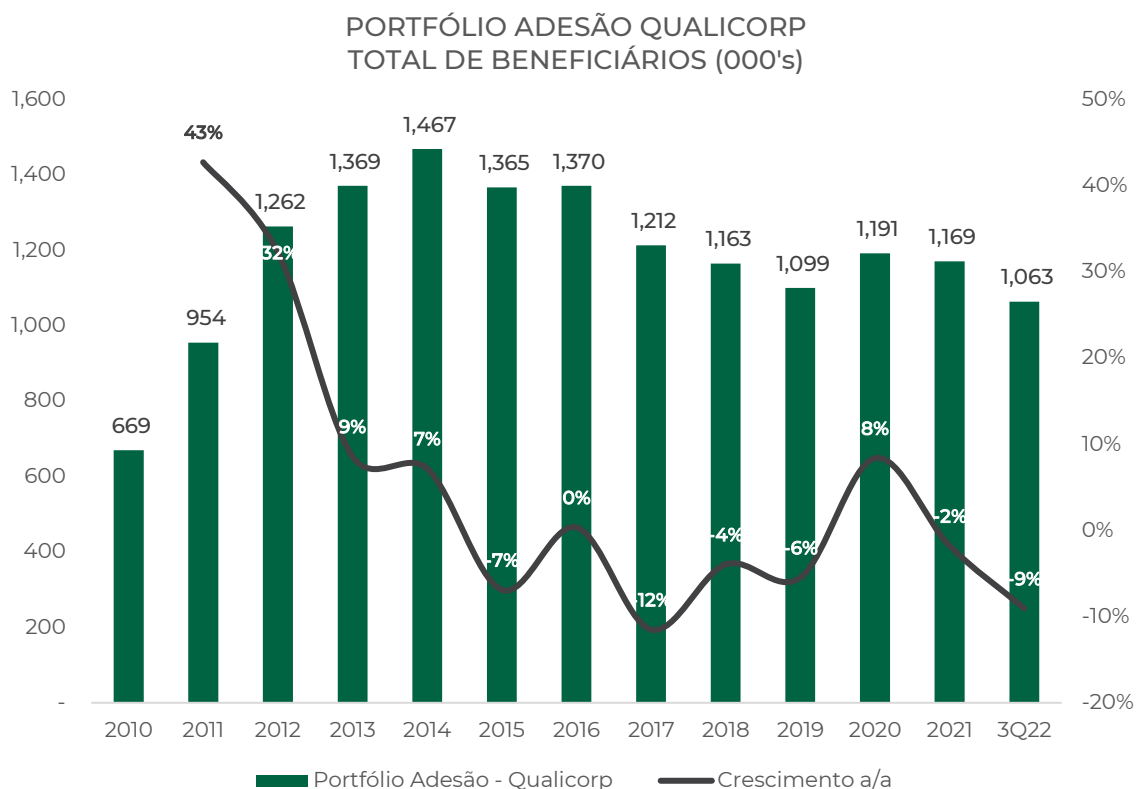


Fonte: Bloomberg

4. PERDAS

4.1 Qualicorp

Começamos a investir mais tempo e esforços no case de Qualicorp quando a empresa passou por mudanças em seus acionistas de referência, governança corporativa e diretoria. O que nos atraía na nova composição era a proposta de *turnaround* de uma empresa que tinha retornos muito elevados, mas dificuldade para crescer. Acreditávamos que, apesar de menores, os retornos da empresa ainda seriam significativos - o que, quando conjugado a maiores taxas de crescimento e à percepção de melhora de governança, levaria a companhia a negociar em patamares mais altos de *valuation*. Além disso, a Qualicorp fechou uma série de novas parcerias com operadoras de saúde, reforçou seu portfólio e mudou os seus incentivos para conseguir adicionar beneficiários de forma líquida organicamente, preparando as bases para superar as dificuldades dos anos anteriores.



Fonte: Bloomberg

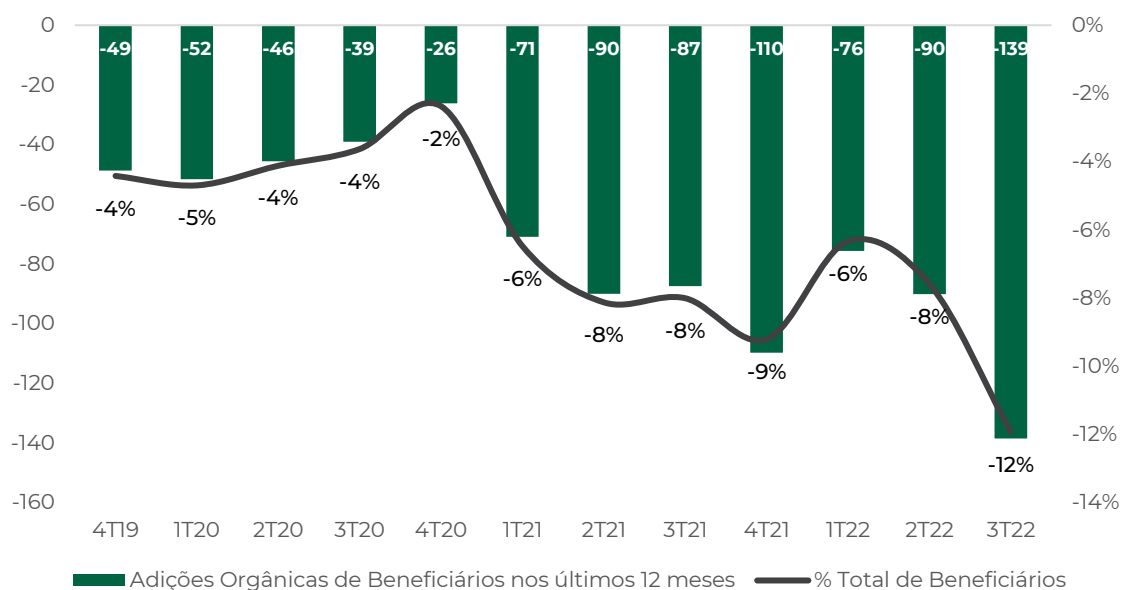
Já em 2021, no primeiro ano da nova estratégia, fatores externos acabaram atrapalhando de forma relevante a tese. Em 2020, a ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar) suspendeu os reajustes do plano de adesão – categoria mais relevante para a Qualicorp – devido às consequências do Covid no orçamento e na saúde das pessoas. Assim, para 2021, era previsto não apenas o típico reajuste anual (cuja magnitude, naquele ano, deveria ser alta, considerando a inflação e postergamento de procedimentos não realizados em 2020), como também a recomposição do reajuste não executado no ano anterior. Quando combinamos esses dois efeitos, vimos um reajuste na casa dos 37% nos contratos da companhia, bem superior à evolução da renda média do brasileiro. Conseqüentemente, seguiu-se uma onda de cancelamentos nos planos de saúde por adesão – pagos pelos próprios indivíduos –, o que acabou por comprometer a capacidade da Qualicorp de entregar crescimento orgânico líquido de beneficiários no primeiro ano de sua nova estratégia.

No início de 2022, boa parte das variáveis que impactaram negativamente o ano anterior deveriam passar a trabalhar a favor. A recomposição do reajuste de 2020 já tinha sido feita em 2021, o que significava que boa parte dos clientes da companhia teria uma redução efetiva no preço dos planos a partir de janeiro. Além disso, víamos um cenário mais benigno com relação ao Covid. Nesse cenário, a conta era de certa forma simples: a companhia estava entregando adições brutas (vendas) em níveis recorde, mas os cancelamentos também tinham explodido em 2021. Víamos um nível menor de cancelamentos em 2022 não apenas devido à melhora do cenário subjacente, mas também à crença de que estávamos presenciando níveis não recorrentes, cuja tendência natural seria de normalização ao longo do ano.



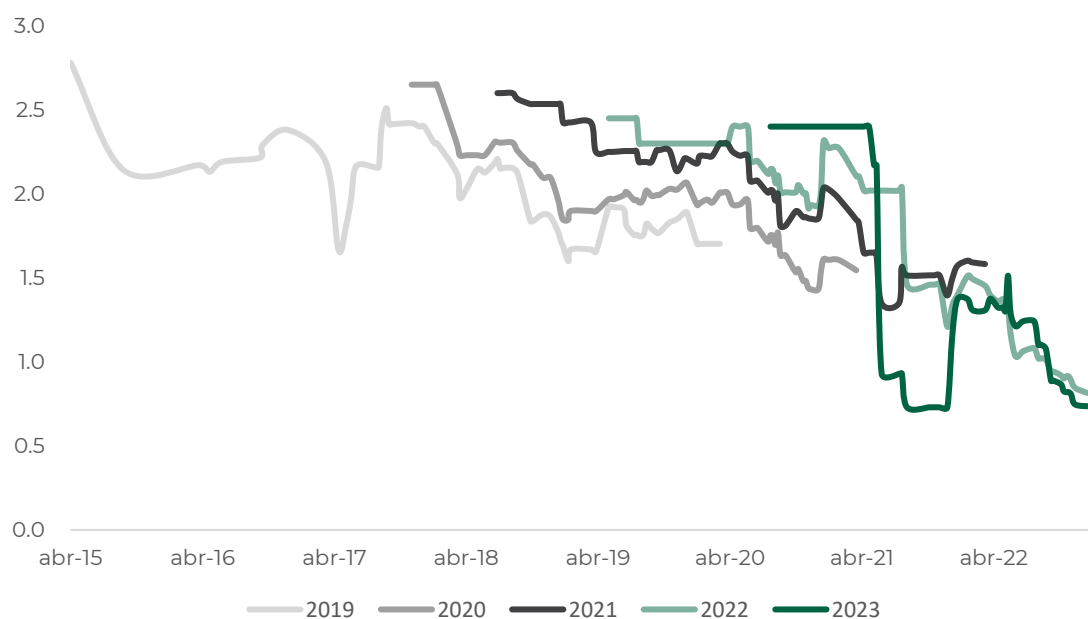
Como de costume, a realidade não se apresentou tão simples quanto a planilha sugeria. O que imaginávamos como um ciclo virtuoso se tornou um ciclo vicioso. Os reajustes permaneceram em níveis bastante elevados (maiores que 20%), e os clientes, já fragilizados pela situação do ano anterior, continuaram com os cancelamentos e migrações para planos mais baratos. Essa dinâmica impediu a Qualicorp de expandir suas receitas, que se comportam como uma função da adição de beneficiários e do ticket médio. A empresa, então, depois de ter aumentado os seus investimentos para crescer, não viu o crescimento chegar, e acabou negativamente impactada em termos de alavancagem operacional e rentabilidade. Como resultado, suas expectativas de lucro para 2022 foram sucessivamente revisadas para baixo ao longo do ano.

ADIÇÕES ORGÂNICAS DE BENEFICIÁRIOS NOS ÚLTIMOS 12 MESES (000's)



Fonte: Qualicorp

ESTIMATIVA DE LUCRO POR AÇÃO - QUALICORP



Fonte: Bloomberg

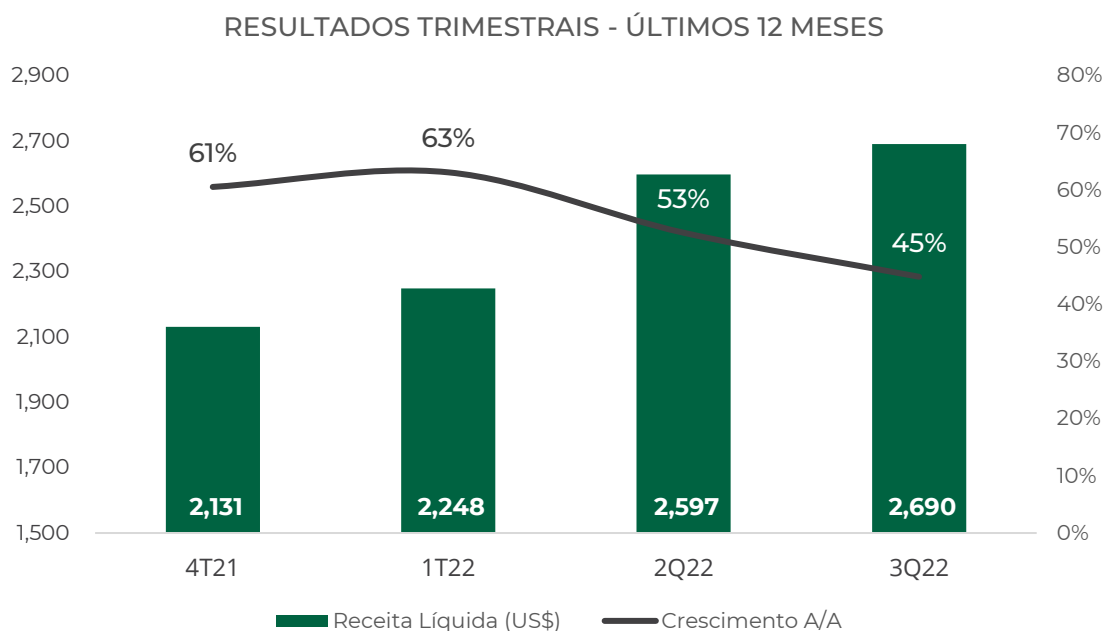


Por fim, a Rede D'Or, principal acionista de referência da companhia, anunciou, no final de fevereiro, uma proposta de combinação de negócios com a SulAmérica. À época, existia um questionamento regulatório devido ao fato de a SulAmérica, um plano de saúde, estar potencialmente no mesmo grupo econômico da Qualicorp, que é uma administradora de benefícios e intermediadora das negociações dos planos de saúde por adesão para os clientes. Nesse contexto, surgiu a possibilidade de que a Rede D'Or deixasse o quadro de acionistas da Qualicorp, ou, eventualmente, de que a própria Qualicorp ficasse impossibilitada de vender os planos da SulAmérica, perdendo parte relevante de suas receitas. Assim, a piora operacional num cenário que não se desenrolou conforme imaginávamos, associada a iminentes riscos regulatórios, comprometeu a atratividade da tese e nos levou a desinvestir da empresa no primeiro trimestre do ano.

4.2 MERCADO LIVRE

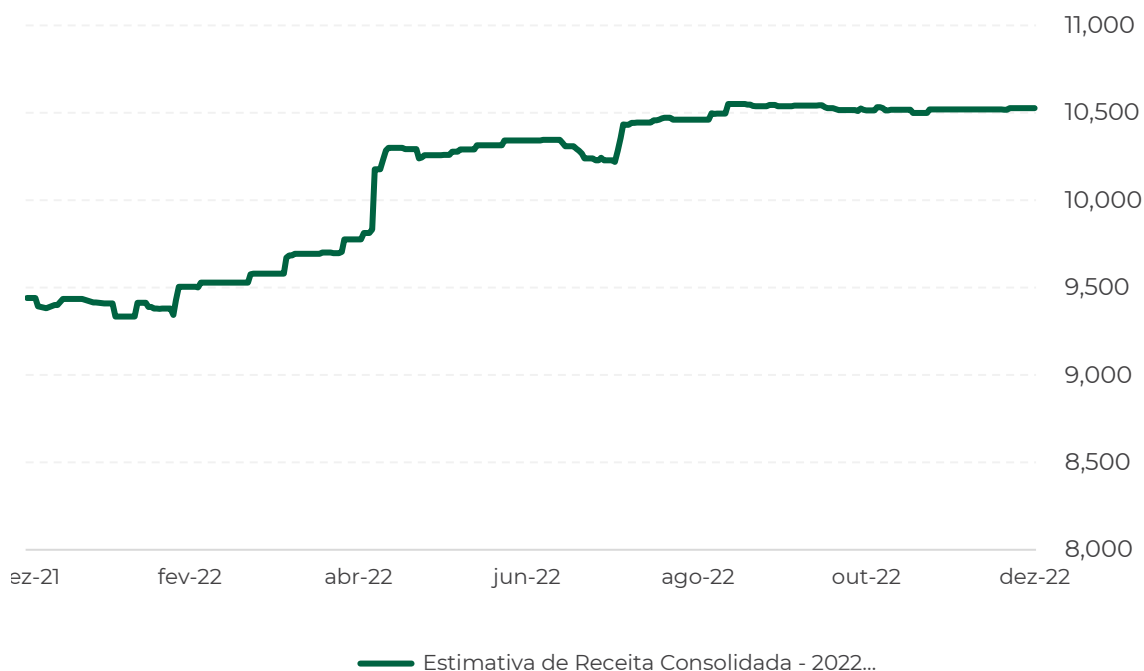
Nem sempre as boas lições são aprendidas da maneira mais fácil. Na maioria das vezes, inclusive, o que acontece é precisamente o contrário. A prova de que o micro não basta quando o macro está deteriorando ficou clara para nós na tese de Mercado Livre.

Líder nos principais mercados em que atua, a companhia conta com diferenciais competitivos importantes e com balanço robusto - elementos fundamentais para assegurar a continuidade dos investimentos e, conseqüentemente, a manutenção e o reforço das suas vantagens vis a vis à competição. Ocorrendo de maneira repetida ao longo do tempo, essa dinâmica deverá proporcionar ao Mercado Livre não apenas as já conhecidas taxas aceleradas de crescimento, mas também melhoras progressivas nas margens operacionais, sobretudo se considerarmos as diversas oportunidades de mercado ainda pouco exploradas pela empresa (publicidade digital, serviços financeiros, investimentos e outra soluções adjacentes ao seu ecossistema).





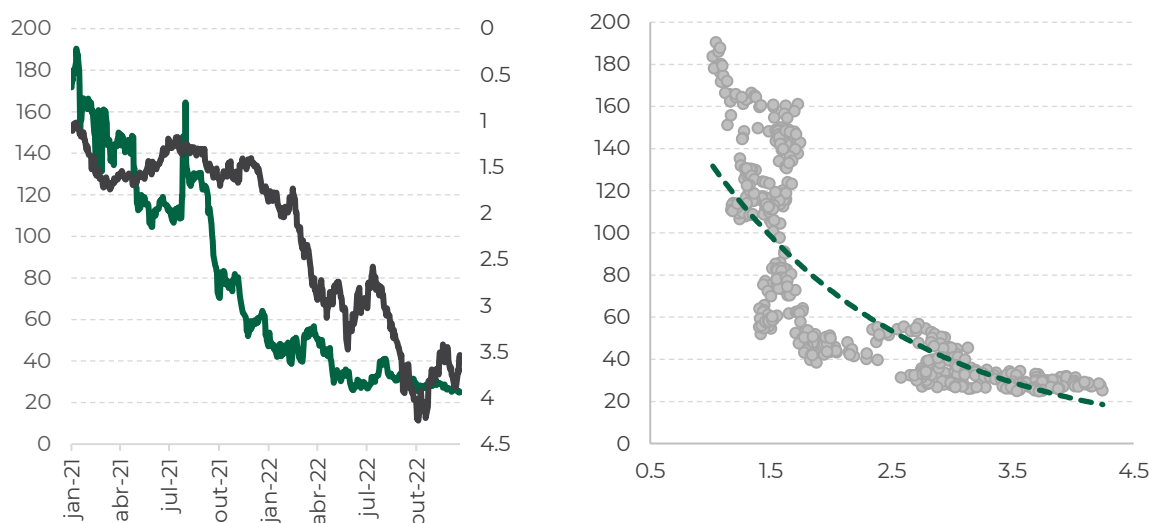
REVISÃO NAS EXPECTATIVAS DE MERCADO



Fonte: Bloomberg

Tudo isso era verdade no ano passado e continua sendo agora. No entanto, ao longo de 2022, subestimamos o impacto negativo dos movimentos da curva de juros americana sobre o Mercado Livre. Afinal, apesar de ser uma companhia vencedora no setor em que atua, essa ainda é uma tese de alto crescimento, cujos retornos ainda estão abaixo do potencial, e cujo valor gerado ao acionista concentra-se majoritariamente no futuro – e, por isso, está sujeito à magnitude das taxas de desconto. Nesse período, vale salientar, carregamos posições relativas em outros ativos do setor de e-commerce que pareciam muito menos defendidos do ponto de vista micro. Embora não tenha sido suficiente, essa estratégia nos ajudou a compensar parcialmente as perdas com Mercado Livre.

MÚLTIPLO EV/EBIT - 24M DE MERCADO LIVRE (eixo esquerdo; vertical) vs US TREASURY DE 10 ANOS (eixo direito, invertido; eixo horizontal)



Fonte: Bloomberg

■ US Treasury (10 anos)
■ Múltiplo EV/EBIT Mercado Livre 24 meses

■ US Treasury (10 anos)
■ Múltiplo EV/EBIT Mercado Livre 24 meses



O ambiente macro mais duro também prejudicou o Mercado Livre à medida que exacerbou os riscos de sua operação de crédito. De fato, a carteira de crédito cresceu de maneira acelerada, e a receita associada a esse segmento passou a responder por mais de 20% do faturamento consolidado da companhia em 2022, comparado a pouco mais de 5% em 2020. Mais do que isso, a composição da carteira parecia não ser tão saudável, dada a concentração em empréstimo pessoal e cartões - segmentos não necessariamente ligados ao ambiente do seu próprio *marketplace*, e, por isso, mais arriscados. Apesar das preocupações, a empresa demonstrou possuir a cautela necessária diante do cenário macroeconômico mais desafiador, e soube frear significativamente o crescimento da carteira, sem, no entanto, impactar de forma muito expressiva seu crescimento de vendas.

Apesar de gostarmos da tese, o grau alto de incertezas no cenário global (com potenciais implicações em termos da taxa de juros futura e, por isso, do crescimento econômico), nos faz acreditar que as ações do Mercado Livre ainda estarão sujeitas a níveis consideráveis de volatilidade no curto prazo. Preferimos, por isso, não possuir exposição relevante a esse tipo de ativo nesse período.



5. CENÁRIO PARA 2023

5.1 CENÁRIO PARA 2023: A ESTRATÉGIA DA ANDORINHA

Em sua fábula sobre a andorinha e outras as aves, Esopo conta a história da andorinha, que, vendo homens semeando linhaça, percebeu estar diante de uma grande ameaça: das sementes, nasceria linho, material usado para confeccionar as redes usadas para caçar aves. A andorinha, então, contou às demais aves o que estava acontecendo, com o intuito de alertá-las para o perigo de serem caçadas. Nenhuma delas acreditou – e, por isso, todas acabaram sendo pegadas pelos homens assim que as redes de caça ficaram prontas. A andorinha, por sua vez, buscou se aproximar dos homens, tornando-se amiga deles, o que foi fundamental para que acabasse sendo poupada. Como é típico de toda fábula, segue-se sempre uma lição de moral: nesse caso, a importância de olhar atentamente ao que se passa ao redor, a fim de, com cautela, ser possível reagir antecipadamente aos riscos.

Num ano que se desenha cheio de incertezas, manifestadas, no caso brasileiro, por meio dos significativos desalinhamentos entre as necessidades da economia e as exigências da política, e da instabilidade que perpetra as instituições e as normas em vigor, nos parece prudente adotar a estratégia da andorinha. Nesse contexto, começamos o ano com uma carteira concentrada em empresas de perfil defensivo no Brasil, cujos negócios estão mais protegidos – por natureza ou por posição competitiva – num cenário de juros mais elevados e de decorrente desaceleração econômica. É o caso das utilities e das companhias do setor de energia (como PetroRio), cujo desempenho operacional parece depender menos do ciclo econômico. Mais do que isso, é preciso considerar que, para além da dinâmica macroeconômica, há um relevante movimento institucional em curso no país: a reforma tributária, cujo impacto, de magnitude ainda difícil de precisar, deverá ser negativo para a grande maioria das empresas brasileiras. Nesse cenário, preferimos evitar exposição a companhias muito dependentes de benefícios fiscais e tributários.

No entanto, se expandirmos a perspectiva para além do curto prazo, algumas boas notícias parecem despontar no horizonte no Brasil: num cenário em que conseguimos nos comprometer com a disciplina fiscal, há espaço para cortes não desprezíveis na taxa SELIC, com efeitos positivos para a bolsa. Não só isso, mas outras duas dinâmicas têm potencial de atuar em favor do mercado de ações brasileiro ao longo do ano: 1) nossa bolsa está barata em termos de *valuation* absoluto e relativo (comparada aos Estados Unidos), uma vez que os múltiplos P/L cruzaram as mínimas históricas enquanto o prêmio de risco implícito fez pico (mesmo quando ajustado por commodities), e 2) a reabertura da China deverá manter elevados os preços das commodities, o que pode trazer importante fluxo financeiro para os países emergentes.

Por fim, quando subimos algumas latitudes e pousamos nossa lupa sobre a economia norte-americana, o cenário que se apresenta para o ano também parece ser de desaceleração econômica – explicada, nesse caso, pelo processo ainda em curso de elevação da taxa de juros e pelo esperado arrefecimento do mercado de trabalho. Diferentemente do Brasil, no entanto, a bolsa dos Estados Unidos ainda parece cara, sobretudo se considerarmos o risco de revisões adicionais de lucro para as empresas.



Acreditamos, então, que a exposição às companhias norte-americanas, nesse momento, exige cautela e seletividade. A oportunidade, na ponta comprada, parece se concentrar em nomes nos quais a maior parte das revisões de lucro já aconteceu (e que, mesmo nesse cenário, sustentam níveis justos de *valuation*) e/ou naqueles expostos a tendências seculares em aceleração, com efeitos relevantes em termos de expansão de mercado endereçável e melhora de lucro.

De modo geral, em ambos os mercados – brasileiro e internacional –, o ambiente macroeconômico subjacente insinua-se cheio de riscos e incertezas. Nenhuma discussão parece conseguir escapar à dura presença do condicionante “se”: “se os juros subirem”, “se a economia piorar”, “se o mercado de trabalho arrefecer”, “se a reforma tributária passar”. Em cenários como esse, o compromisso de um bom investidor deve ser com a vigilância constante e com a disciplina rigorosa na tomada de decisões, a fim de evitar o triste destino das aves de Esopo. Nós, aqui na Genoa, continuaremos empenhados em seguir a estratégia da andorinha.



6. REFERÊNCIAS

- https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/2012-06-20-its-all-a-big-mistake.pdf?sfvrsn=17bb0f65_2
- <https://leitoresdigitais.files.wordpress.com/2013/06/fc3a1bulasdeesopo2ed.pdf>
- <https://ri.prio3.com.br/>
- <https://www.intc.com/>
- <https://ri.qualicorp.com.br/>
- <https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/>
- <https://ri.bb.com.br/>
- <https://investor.mercadolivre.com/>



INFORMAÇÕES GERAIS

OBJETIVO DO FUNDO	O fundo busca ganhos de capital no longo prazo por meio de estratégias de investimento preponderantemente no mercado de renda variável. Não obstante, o fundo também poderá investir nos mercados de renda fixa, câmbio e de derivativos local e internacional.		
PÚBLICO ALVO	Investidores Qualificados		
CLASSIFICAÇÃO ANBIMA	Ações - Ativo Livre	APLICAÇÃO INICIAL MÍNIMA	R\$ 500.00
CNPJ DO FUNDO	37.495.383/0001-26	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	R\$ 100.00
DATA DE INÍCIO	30/04/2021	SALDO MÍNIMO	R\$ 100.00
ADMINISTRADOR / CUSTODIANTE	Santander Caceis Brasil DTVM SA.	HORARIO LIMITE DE MOVIMENTAÇÕES	14:00
GESTOR	Genoa Capital Gestora de Recursos Ltda.	TRIBUTAÇÃO	Renda Variável
AUDITOR	PricewaterhouseCoopers	PRAZO DE COTIZAÇÃO	D+1 útil para aplicação;
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO*	2.00% a.a.		D+30 corridos para resgate;
TAXA DE PERFORMANCE	20% do que exceder 100% do IPCA+IMAB	PRAZO DE LIQUIDAÇÃO	D+0 para aplicação;
TAXA DE SAÍDA ANTECIPADA	Não há		D+2 úteis da data de cotização para resgate.

*Taxa de administração mínima: 1,9%a.a.; Taxa máxima: 2,7%a.a.; Taxa total praticada na estrutura Master - Feeder: 2,0%a.a.

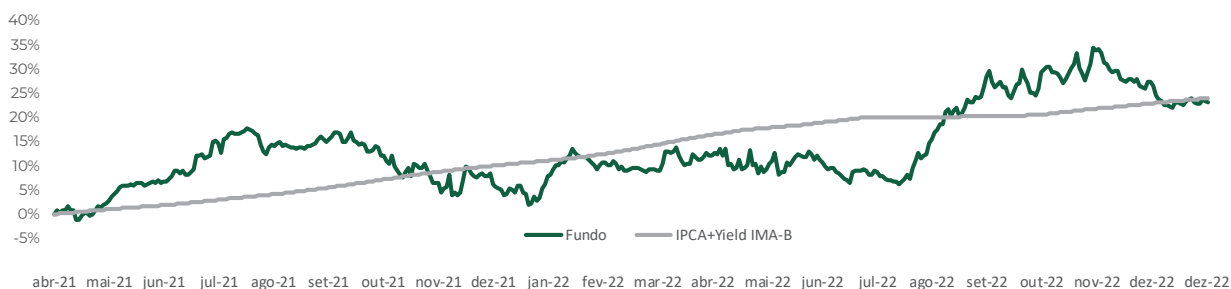
RENTABILIDADES*

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2022	Fundo	5.73%	-2.35%	1.03%	-1.21%	2.33%	-2.45%	3.28%	10.31%	1.35%	6.90%	-5.29%	-3.29%	16.29%	23.18%
	IPCA+Yield IMA-B	1.00%	1.44%	2.11%	1.47%	0.95%	1.20%	-0.01%	0.26%	0.22%	1.05%	0.88%	0.97%	12.17%	24.02%
2021	Fundo	-	-	-	-	3.55%	3.51%	8.93%	-2.64%	1.85%	-6.97%	-3.47%	1.88%	5.93%	5.93%
	IPCA+Yield IMA-B	-	-	-	-	1.10%	0.81%	1.27%	1.23%	1.51%	1.63%	1.36%	1.20%	10.57%	10.57%

*Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos.

Fonte: Santander Caceis e Genoa Capital

PERFORMANCE ACUMULADA



Fonte: Santander Caceis e Genoa Capital

INDICADORES

PL ATUAL	R\$ 40,804,305.11	MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	10.31%
PL MÉDIO - 12 MESES	R\$ 38,326,160.78	MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-6.97%
PL DO MASTER	R\$ 219,328,639.22	Nº DE MESES POSITIVOS	12
VALOR DA COTA	1.231825	Nº DE MESES NEGATIVOS	8
VOLATILIDADE ANUALIZADA	14.82%	RENTABILIDADE EM 12 MESES - FUNDO	18.06%
SHARPE	0.25	RENTABILIDADE EM 12 MESES - BENCHMARK	12.17%

Fonte: Santander Caceis e Genoa Capital

CONTATO

ONDE ESTAMOS
Av. Juscelino Kubitschek, 1600 / 10º andar
CEP 04543-000 - Itaim Bibi - São Paulo - SP - Brasil

ENTRE EM CONTATO
+55 11 4040 5000
ri@genoacapital.com.br



genoacapital.com.br

+55 11 4040 5000

ri@genoacapital.com.br

