

Carta Semestral – 1º semestre de 2024

Como havíamos mencionado na última carta, um dos principais riscos para o ambiente de negócios no Brasil era uma política fiscal menos austera. Infelizmente, ao longo dos últimos meses, esse risco vem se materializando.

Desde 2023, primeiro ano do atual mandato presidencial, o Executivo tem sinalizado que sua visão de ajuste fiscal é quase equivalente a um aumento de arrecadação. Pouco se fala sobre corte de gastos e, conseqüentemente, ganho de eficiência da máquina pública. Até aí, dada a orientação política do Governo, sem surpresas.

O problema é que, nos últimos meses, houve dois fatos novos: (i) o empresariado e o Congresso disseram “chega” ao aumento de impostos e (ii) Lula passou a criticar insistentemente o presidente do Banco Central sobre o nível da taxa de juros, aumentando as preocupações sobre a condução das políticas fiscal e monetária. O impacto nas expectativas foi imediato: o real se depreciou 58 centavos e foi para R\$ 5,59 por dólar, o mercado agora precifica uma inflação implícita de 5,3% em 2025 e a curva de juros passou a prever altas – ao invés de quedas – na Selic em 2025 e uma taxa de longo prazo de 12,4% ao ano, em comparação aos 11,0% do final de março. Ora, ao atacar a autoridade monetária, Lula dificulta ainda mais a queda da taxa de juros, pois as expectativas desancoradas demandam uma política monetária mais restritiva (taxas mais altas). Como consequência, o COPOM decidiu por unanimidade pela manutenção da Selic em 10,5% na reunião de junho, interrompendo o ciclo de afrouxamento monetário em apenas 9 meses. Um contexto nocivo para ativos financeiros.

Além disso, os outros dois riscos que citamos no início do ano também se materializaram, em maior ou menor grau. Menos importante, no momento, o crescimento da economia chinesa tem sido mais fraco, o que afeta parte das exportações do Brasil. Certamente dominante, o fato de o Fed (Banco Central dos Estados Unidos) ter novamente postergado o início dos cortes de juros afeta negativamente a precificação de ativos mundo afora. Começamos 2024 com perspectivas otimistas de 5 cortes nas *Fed Funds* no ano, porém, após alguns dados de inflação e emprego mais fortes que os esperados, o cenário foi ajustado para um afrouxamento monetário mais lento por lá, com apenas 2 cortes no ano, a partir de setembro. Para 2025, adiciona-se mais um grau de incerteza: quem será o próximo presidente do país e qual será o impacto de suas políticas na inflação? A disputa está aberta e, com isso, também a condução da política monetária do Fed.

Nas últimas semanas, tivemos indícios tanto de mais racionalidade no Palácio do Planalto quanto de cortes de juros a partir de setembro nos Estados Unidos, independentemente da eleição presidencial. Isso foi suficiente para distensionar os mercados e aumentar a cotação de algumas de nossas empresas.

Continuamos confiantes de que nosso portfólio oferece substancial margem de segurança, seja por sua qualidade empresarial, seja pelos preços em que essas companhias estão sendo negociadas. Estimamos, conservadoramente, um retorno para o fundo de mais de 20% ao ano pelos próximos anos e, por isso, estamos com mais de 95% de alocação. Porém, pelos riscos novamente elencados (particularmente a situação fiscal do Brasil), optamos por manter algumas proteções em carteira.

MOS FIA e QLZ MOS FIA

No primeiro semestre de 2024, o MOS FIA teve um desempenho de -10,8% (QLZ MOS FIA -10,5%), versus +5,6% do IPCA + *yield* IMA-B 5+, -7,7% do Ibovespa e -14,9% do Índice *Small Cap*.

As empresas com maior contribuição positiva no período foram Mercado Livre, Guararapes/Riachuelo e Camil, conforme tabela abaixo. Sobre as duas primeiras, falaremos a seguir; quanto à Camil, nossos comentários da última carta continuam válidos. Do lado negativo, B3, PanVel, Yduqs e M Dias tiveram os maiores impactos. Sobre B3 e PanVel falamos em nossa última carta e, embora nossa visão de longo prazo sobre ambas se mantenha, as duas companhias

MOS FIA	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	1S24	1S24
Mercado Livre	0,8%	18,5%
Guararapes/Riachuelo	0,8%	8,2%
Camil	0,3%	-0,8%
Itaú	0,0%	0,3%
Hapvida	0,0%	-13,9%
XP	-0,1%	-23,9%
Novo Investimento	-0,1%	-40,5%
Ambipar	-0,4%	-20,6%
Energisa	-0,6%	-13,6%
Eneva	-0,6%	-6,7%
Rumo	-0,7%	-9,3%
Ultra	-1,1%	-17,4%
M Dias	-1,8%	-23,8%
Yduqs	-1,8%	-52,7%
PanVel	-2,5%	-26,6%
B3	-2,5%	-27,9%
<i>Hedges</i>	0,8%	
Custos e Despesas	-1,6%	
MOS FIA	-10,8%	-10,8%
IPCA + <i>yield</i> IMA-B 5+		5,6%
Ibovespa		-7,7%
Índice <i>Small Cap</i>		-14,9%

sofreram um *de-rating* neste primeiro semestre. De forma resumida, no caso de B3, o mercado passou a enxergar riscos mais concretos de concorrência (nova Bolsa do Rio), além de ainda não vislumbrar uma recuperação sustentada nos volumes financeiros negociados de ações. Já na PanVel, a explicação nos parece mais objetiva: falta de fluxo comprador para empresas menores, com ações menos líquidas. Quanto à Yduqs, depois de um espetacular 2023, em que ação subiu 123%, alguma realização de lucros já era prevista; a intensidade desta realização, porém, se deve a uma frustração nas expectativas de crescimento dos resultados da companhia, dado o ambiente macroeconômico ainda frágil e o consequente acirramento da competição no setor. Sobre M Dias, a principal explicação para a queda da ação é também uma frustração nas expectativas de lucro; diferentemente de Yduqs, porém, no caso da M Dias não temos aproveitado para aumentar exposição, pois estamos fazendo uma revisão completa da nossa tese de investimento.

Ainda sobre as empresas, neste semestre concluímos nossos desinvestimentos em XP e Ambipar. Também comentaremos sobre ambas mais adiante.

Por fim, cabe ressaltar que nossos *hedges* (proteções) contribuíram positivamente (+0,8%) neste primeiro semestre. Conforme temos dito, embora nossa visão para as empresas de nosso portfólio siga otimista, o ambiente macroeconômico do país nos mantém cautelosos.

Mercado Livre

O período entre o início do nosso investimento – maio de 2021 – e o primeiro semestre de 2024 foi de grande importância para validar o modelo de negócios do Mercado Livre (MELI) e sua capacidade de executar o plano de crescimento com eficácia e eficiência.

Na esteira da pandemia, 2021 foi marcado pela aceleração da penetração do e-commerce nas principais regiões em que o MELI atua e pela digitalização bancária, principalmente no Brasil. Fatores que, auxiliados pelo baixo custo de capital, resultaram em forte competição e acelerado ritmo de investimentos para exploração destes segmentos. Naquele momento, os investidores e analistas focavam em métricas de crescimento operacional, como número de clientes ativos e mercado endereçável, e tinham dificuldade de distinguir a boa da má alocação de capital, dado o ciclo naturalmente longo de maturação dos investimentos.

Desde então, o que se viu foi uma redução do ritmo de crescimento do e-commerce e do movimento de *financial deepening*, além de uma elevação dos juros pelo mundo. Essa nova realidade passou a evidenciar, cada vez mais, as vantagens competitivas de algumas empresas, dentre elas o MELI.

No e-commerce, o MELI já era a principal empresa na Argentina e passou a dominar o mercado mexicano em conjunto com a Amazon. No Brasil, os investimentos mais assertivos da empresa, somados à superioridade do nível de serviço e à capacidade de manter o ritmo de investimentos quando a Americanas entrou em recuperação judicial, resultaram em um ganho de *market share* de 16 pontos percentuais entre 2020 e 2023, atingindo 41,4%.

Já na *fintech* (Mercado Pago), a oferta de uma carteira digital com remuneração suficiente para preservar o poder de compra dos argentinos alavancou a operação financeira da empresa no país, enquanto no Brasil o serviço de aquisição aumentou o nível de penetração *on* e *offline*; mais além, a alteração no mix de clientes, com redução da relevância de microempreendedores, também ajudou a melhorar a rentabilidade do negócio. Por último, o início da operação de crédito no Brasil e no México, a partir de 2021, deu mais um importante impulso para o crescimento dos resultados.

A combinação desses fatores transformou o lucro da companhia: de próximo de zero em 2020 para US\$ 987 milhões em 2023. Portanto, o debate sobre a tese de investimento em MELI não se dá mais em torno da capacidade de rentabilizar o negócio, mas em torno do ritmo de crescimento dos lucros. E a empresa dispõe de diversas alavancas para expandir sua operação nos próximos anos.

No e-commerce, os investimentos em novos centros de distribuição, no programa de benefícios MELI+ e na operação de vendas diretas (1P) devem contribuir para crescimento de vendas brutas (*gross merchandise value, GMV*), ganhos adicionais de *market share* e expansão de margens no longo prazo. Além disso, a operação de anúncios está ganhando tração, contribuindo para uma elevação no *take rate* (o percentual do GMV que fica para o MELI). No Mercado Pago, o foco está na corrida para se tornar o principal banco digital do México, enquanto expande suas carteiras de crédito naquele país e no Brasil.

Quanto aos riscos, consideramos que a expansão do crédito merece monitoramento próximo, enquanto uma eventual aceleração nos investimentos pode ser detratora de margem no curto prazo. Sobre a competição com plataformas estrangeiras (como Shopee e Temu) e a desaceleração econômica / depreciação cambial na Argentina, estamos menos preocupados.

Em suma, temos ganhado cada vez mais confiança para investir no MELI, mesmo nos preços atuais. Primeiro, pela expectativa de forte crescimento de lucros nos próximos anos. Segundo, pelo fato de a empresa ter atingido um nível de maturidade no qual os ciclos mais intensos de investimento, embora possam reduzir o ritmo de crescimento de lucros, já não causam prejuízos. E, por último, por se tratar de uma consolidadora de mercado na América Latina, com visão de longo prazo e capacidade de execução comprovada.

Guararapes/Riachuelo

A sequência de bons resultados nos últimos trimestres, ajustes operacionais e profissionalização da administração são alguns dos motivos para estarmos animados com a Guararapes/Riachuelo. Desde a última vez que falamos sobre a empresa (primeiro semestre de 2021), ela enfrentou anos difíceis, com resultados inconsistentes, tanto na operação de varejo (Riachuelo) quanto na financeira (Midway). 2022 teve pouco volume de vendas e, portanto, o crescimento de receita veio apenas do aumento de preços. Foi um período em que a indústria têxtil sofreu com forte pressão de custos, reflexo de gargalos criados ainda na pandemia. Naquele ano, a inflação do setor de vestuário foi a maior desde o início do Plano Real. Em 2023, apesar do arrefecimento na pressão de custos, houve muitas liquidações na Riachuelo e, conseqüentemente, margens menores. Além disso, o cenário de taxa de juros alta e aumento do endividamento das famílias impactou as operações da Midway. Os níveis de inadimplência se elevaram e a carteira de crédito da companhia se deteriorou. Conseqüentemente, a empresa sofreu com maiores provisões para créditos duvidosos, o que piorou a rentabilidade dessa unidade de negócio. Esses fatores trouxeram bastante volatilidade para os resultados da companhia.

A virada veio com a estratégia adotada pelo novo presidente, que chegou após a conclusão dos controladores de que era necessário profissionalizar a gestão da empresa. Quando André Farber chegou à presidência da Guararapes/Riachuelo, estabeleceu 4 pilares estratégicos: obsessão por produto, democratizar o acesso à moda, extrair mais valor dos ativos e eficiência operacional. Durante o segundo semestre de 2023, já vimos alguns dos impactos dessas iniciativas em resultados, como por exemplo o aumento no volume de vendas e a melhora de rentabilidade, por uma oferta de produtos mais adequada e revisão de preços de algumas categorias. Na financeira, a evolução é reflexo de uma mudança na política de concessão de crédito, com mais conservadorismo na oferta de crédito e reprecificação dos produtos, o que melhora a rentabilidade da operação. Sem crescer carteira, a Midway vem conseguindo entregar resultados mais robustos.

Acreditamos que a Guararapes/Riachuelo ainda tem um longo caminho a percorrer e muito valor para destravar no médio/longo prazo. Gostamos da orientação da administração para extrair mais valor dos ativos que a companhia detém, pois muitos investimentos já foram feitos. Por isso, não esperamos um crescimento de número de lojas relevante, mas sim uma maior venda por metro quadrado, maior integração da fábrica com as lojas, maior penetração do cartão Riachuelo nas vendas, melhoria do mix de produtos (com foco nas categorias core), melhor estruturação das coleções, dentre outras iniciativas. Além disso, vemos as ações da empresa negociando a um *valuation* atrativo: cerca de 10x lucro de 2025, desconto de 20% em relação ao histórico – em um momento empresarial muito mais promissor.

XP

Passados pouco mais de 3 anos desde o início do nosso investimento em XP, decidimos encerrar a posição. Consideramos a XP uma das maiores histórias de sucesso empresarial das últimas décadas no Brasil. Um fundador visionário que enxergou um gargalo no mercado de investimentos, criou um modelo de negócios que revolucionou a forma de investir das pessoas físicas e materializou sua visão numa companhia de mais de R\$ 4 bilhões de lucro anual e retorno sobre patrimônio (ROE) acima de 20%. Uma vencedora num mercado repleto de incumbentes capacitados.

Por outro lado, como a microeconomia nos ensina, no livre mercado, negócios com retornos excedentes invariavelmente atraem competição, o que resulta na convergência dos retornos para o custo de capital no médio/longo prazo. No caso da XP, o crescimento acelerado com altos retornos sobre patrimônio chamou atenção de novos entrantes (com menor sucesso) e, principalmente, das instituições financeiras incumbentes. Os grandes bancos, com destaque para Itaú e Santander, começaram a investir em suas próprias plataformas abertas de investimentos, reformularam a abordagem de suas áreas de alta renda e se fortaleceram na briga pelos recursos e principalidade destes clientes, público-alvo da XP. Enquanto isso, BTG e Safra abriram suas plataformas digitais e começaram a competir agressivamente pelos escritórios de Assessores de Investimento (AIs), essenciais para o modelo de negócio da XP.

Além disso, o ambiente macroeconômico mudou. Entre 2016 e 2021, período de maior crescimento da XP, o juro zero nas economias desenvolvidas e o arrefecimento da inflação e da percepção de risco do Brasil proporcionaram ao país a possibilidade de manter a Selic em um dígito. Naquelas condições, os investidores brasileiros, acostumados a manter suas reservas no CDI, passaram a buscar alternativas com mais retorno potencial e, conseqüentemente, mais risco. E a XP estava pronta para oferecer essas alternativas. Mas, a partir de 2022, as condições mudaram. O ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos, que elevou a *Fed Funds* para 5,25-5,50%, somado à deterioração da situação fiscal do Brasil, frustrou, por ora, as perspectivas de juros estruturalmente mais baixos no país, o que diminui a disposição dos investidores a assumir riscos adicionais.

Nesse contexto, ao longo de 2023 não concentramos nossos debates na qualidade do negócio da XP, que em nossa visão é elevada. A pauta foi recorrentemente dominada pelas mudanças que os itens elencados trazem para o cenário prospectivo da empresa. Nessa nova realidade, a que taxa os lucros da XP crescerão nos próximos anos? Qual é o múltiplo justo para a companhia?

Em nossa visão, o crescimento anualizado dos lucros nos próximos anos deve ser de dois dígitos baixos, a remuneração aos acionistas deve superar 50% dos lucros e a taxa nominal livre de risco do Brasil deve ficar entre 9 e 10%. Estes fatores indicam que a XP deveria ser negociada ao redor de 12x lucro. O mercado, por outro lado, precifica a companhia entre 15 e 20x. Essa é uma divergência significativa, que pode comprometer o desempenho das ações nos próximos anos. Como nosso lema é margem de segurança – e deixamos de enxergá-la – optamos por encerrar o investimento.

Ambipar

Até 2020, ano de sua oferta inicial de ações (*IPO*), a Ambipar era uma provedora de serviços ambientais e de resposta a emergências, com receita anual de R\$ 700 milhões e atuação em 14 países. Com os recursos do *IPO*, o ambiente de juros baixos e a janela de oportunidade vislumbrada,

a empresa iniciou um movimento agressivo de consolidação do mercado para complementar seu portfólio de soluções e expandir sua presença geográfica. Naquela fase, a Ambipar investiu cerca de R\$ 2 bilhões na aquisição de mais de 30 empresas e intensificou seus investimentos em crescimento orgânico, o que a consolidou como uma multinacional de R\$ 5,6 bilhões em receita e atuação em mais de 40 países. Porém, para financiar o crescimento, a companhia elevou substancialmente seu endividamento, ao mesmo tempo em que a taxa Selic subia de 2,00% para 13,75% ao ano.

Nesse cenário, apesar dos resultados operacionais robustos, o alto endividamento, somado à nova realidade de custo do dinheiro e aos desembolsos para investimentos, prejudicou a geração de caixa da empresa, o que, por sua vez, dificultou a gestão da estrutura de capital.

Apesar do cenário difícil, víamos vantagens competitivas claras da Ambipar tanto em serviços ambientais, em que ela tem contratos de longo prazo com grandes empresas, quanto em resposta a emergências, com histórico de atendimento a casos como Brumadinho, *Deepwater Horizon*, fechamento do Canal de Suez por um navio, colapso da ponte de Baltimore, entre outros. Além disso, a empresa demonstrou capacidade de entregar consistentemente margem *EBITDA* próxima de 30% e retorno sobre capital investido (*ROIC*) acima de 20% ao ano.

Portanto, enxergávamos um negócio estruturalmente bom, mas com desafios de curto prazo que poderiam ser superados com redução de investimentos em expansão, foco na integração das operações adquiridas e, principalmente, adequação da estrutura de capital. Este último item, aliás, foi o gatilho para o início do nosso investimento. Em novembro de 2023, a Ambipar fez uma oferta subsequente de ações (*follow-on*) a preços de mercado e levantou R\$ 717 milhões, sendo R\$ 560 milhões oriundos do acionista controlador. Isso reduziu a pressão do excesso de endividamento e reforçou o alinhamento entre controlador e minoritários.

A partir dali, víamos a empresa mexendo nas alavancas que, em nossa visão, destravariam valor. Comprometeram-se a suspender as aquisições e a reduzir novos investimentos (visando a desalavancagem e a geração de caixa), iniciaram um trabalho de gestão das dívidas (alongando e barateando seus financiamentos) e começaram a melhorar a comunicação com o mercado, para reduzir a assimetria de informação.

Porém, apesar dos fundamentos sólidos e do desenvolvimento da nossa tese de investimento conforme o esperado, optamos por encerrar nossa posição em Ambipar em 23 de julho de 2024. Desde 3 de junho, após o anúncio de um programa de recompra de até 37,4% do *free float*, suas ações passaram por um intenso *short squeeze* (cobertura de posições vendidas), causado pelo forte fluxo comprador vindo da própria companhia, de seu controlador e de um novo acionista minoritário (Trustee). Esse movimento levou as ações de R\$ 8,05, em 28 de maio, para R\$ 33,07 em 23 de julho (+311% em menos de dois meses), desempenho que, em nossa visão, não reflete a velocidade de melhora dos fundamentos da empresa e, portanto, elimina a margem de segurança do investimento.

MOS Long Biased FIM

No primeiro semestre de 2024, o MOS Long Biased teve um desempenho de -4,2%, versus +5,6% do IPCA + *yield* IMA-B 5+, -7,7% do Ibovespa e -14,9% do Índice *Small Cap*.

MOS Long Biased FIM	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	1S24	1S24
Petróleo e Gás	-0,1%	1,3%
Imobiliário	-0,1%	-12,9%
Saúde	-0,1%	-13,9%
Utilidades Públicas	-0,6%	-8,5%
Materiais Básicos	-0,7%	-8,7%
Consumo Essencial	-1,1%	-16,6%
Consumo Discricionário	-1,1%	-10,2%
Bens Industriais	-1,5%	-12,2%
Financeiro	-1,5%	-11,7%
Renda Fixa	0,7%	
Hedges	2,4%	
Custos e Despesas	-0,4%	
MOS Long Biased FIM	-4,2%	-4,2%
IPCA + yield IMA-B 5+		5,6%
Ibovespa		-7,7%
Índice Small Cap		-14,9%

Na composição do retorno, a estratégia de hedge adicionou 2,4 pontos percentuais, enquanto a carteira de ações recuou 9,7% e subtraiu 6,9 pontos percentuais da cota do fundo. Ao analisarmos o comportamento dos fatores (i) alocação setorial e (ii) seleção de ativos, percebe-se que o efeito alocação retirou 2,4% do retorno da carteira e o efeito seleção adicionou 0,2%. Isso significa que, na média, não nos posicionamos bem setorialmente, enquanto a seleção das empresas teve impacto neutro.

Desde meados de 2023, nossos modelos indicavam um estágio do ciclo de mercado brasileiro no qual o aumento da exposição do fundo a setores mais voltados à economia doméstica seria um importante fator de geração de retorno excedente. Porém, o alto nível de incerteza

em torno da política monetária dos Estados Unidos, somado à deterioração na percepção de risco do Brasil, resultou no encerramento, ainda que momentâneo, do ciclo de afrouxamento monetário por aqui, comprometendo a relação risco/retorno da alocação setorial mais agressiva. Neste cenário de indefinição quanto à trajetória da taxa de juros brasileira e seus desdobramentos econômicos, optamos por reduzir parcialmente a exposição do fundo ao risco de alocação setorial, até que haja maior clareza na identificação do estágio do ciclo atual. Do outro lado, permanecemos confiantes nas perspectivas para as empresas investidas e confortáveis com o atual patamar de seus *valuations*.

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

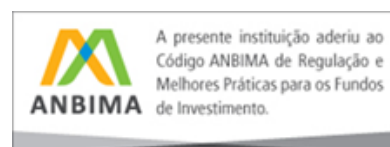
Obrigado pela confiança,

M | o | S Capital

+55 11 2173-6453

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.com.br



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público-alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.