

CARTA 2021

INTRODUÇÃO

"There are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns—the ones we don't know we don't know. And if one looks throughout the history of our country and other free countries, it is the latter category that tend to be the difficult ones."
Donald Rumsfeld, Secretary of Defense (2002)

Nunca houve um ano como 2021.

É verdade, poderíamos ter falado isso sobre 2020, mas a estranheza se repetiu. Nos últimos dois anos, vivemos fenômenos muito raros e de grandes impactos¹. A maior pandemia dos últimos 100 anos trouxe os efeitos na nossa saúde e, em seguida, as reações de pessoas e instituições. Simplificando: uma crise sanitária e de mobilidade seguida por uma crise inflacionária.

Em 2021 tivemos no Brasil o segundo maior choque inflacionário desde o Plano Real (Gráfico 01). Entramos o ano com o Boletim Focus² esperando IPCA de 3,3% e Selic de 3,25%, terminando com 10,06% de IPCA (Gráfico 02) e 9,15% de Selic, no possível maior choque de expectativas das últimas décadas. Porém, dessa vez, com uma grande diferença: em 2021, o choque inflacionário foi global³, o que deveria minimizar nosso desempenho relativo – e que não aconteceu: fomos a segunda pior bolsa do mundo, perdendo apenas para a Venezuela.

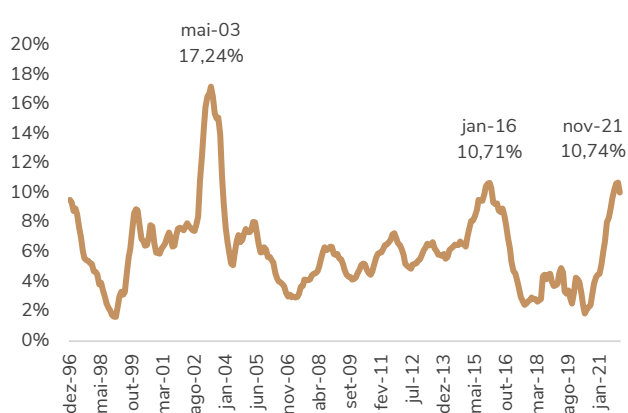
O Gráfico 03, que mostra a expectativa de Selic para 2022, dá a dimensão da velocidade e tamanho da piora em relação à economia que vivemos no segundo semestre de 2021, mais notadamente no último trimestre do ano.

¹ Essa é a definição de Black Swan, eventos improváveis e relevantes.

² Pesquisa feita pelo Banco Central com os agentes de mercado.

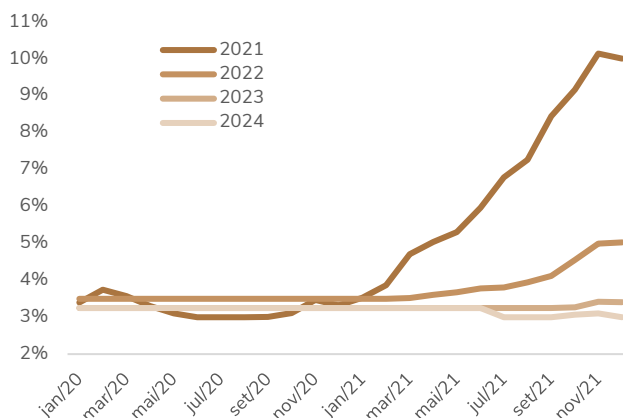
³ EUA teve em dezembro de 2021 a maior inflação dos últimos 40 anos, CPI foi de 7,0% em 12 meses.

Gráfico 01 - IPCA, Janelas Móveis 12 meses



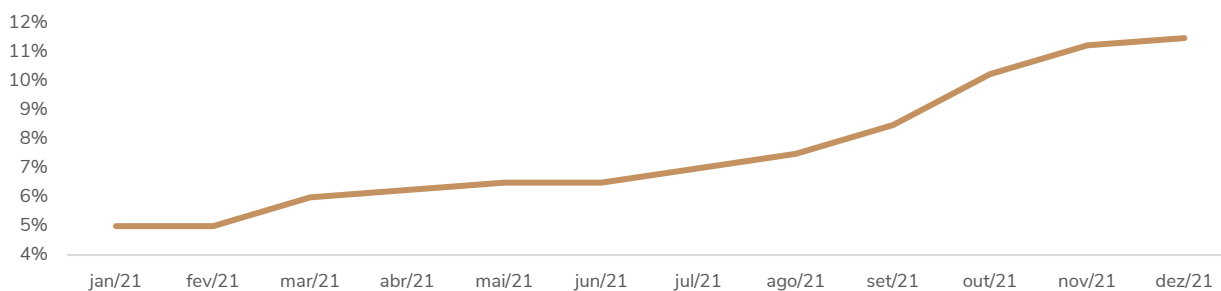
Fonte: IGBE, Studio

Gráfico 02 - Expectativa IPCA, Focus, Anual



Fonte: Boletim Focus, BCB, Studio

Gráfico 03 - Expectativa Selic 2022, Focus, Final do mês



Fonte: Boletim Focus, BCB, Studio

O péssimo resultado do ano teve sua principal explicação nessa brusca mudança de cenário macroeconômico no Brasil e no seu descolamento em relação ao resto do mundo. Passamos boa parte do segundo semestre investindo em entender os impactos que as grandes variações macroeconômicas trariam para as operações das nossas empresas. Esse processo envolveu 1) o acompanhamento mais frequente da dinâmica operacional de alguns casos (principalmente Grupo Soma e shoppings), 2) a redução para um terço de duas das principais posições do fundo no primeiro semestre (BTG e Mercado Livre) e 3) a zeragem de dois investimentos (Locaweb e Cyrela). Mesmo assim, a desorganização da economia gerada pela inflação trouxe impactos relevantes em alguns de nossos investimentos já em 2021.

Acreditamos que esse quadro explica não apenas a queda do fundo, mas a piora em relação ao Ibovespa.

Durante esse processo de deterioração econômica no Brasil, as ações de empresas ligadas a *commodities* tiveram expressivo desempenho em relação às empresas no mercado doméstico. A forte economia mundial, somada a um Real desvalorizado, desenhou o cenário favorável a essas empresas. Como normalmente falamos, períodos em que as *commodities* performam muito melhor que o resto são momentos em que normalmente não superamos o Ibovespa.

Outro aspecto atípico e negativo desse ano foi a grande queda de alguns investimentos que não tinham correlação entre si, e nos quais não julgamos ter tido erro substancial na tese micro, notadamente Hapvida, XP, shoppings e Localiza. Destas, a única que teve resultado abaixo do que esperávamos para o ano foi a Hapvida, com o restante sendo acima do que projetávamos. Acreditamos que o efeito preponderante do ano foi um ajuste generalizado nas ações ligadas ao mercado doméstico, com o aumento expressivo da taxa de desconto, além de um enorme encurtamento do horizonte de investimento do mercado.

A seguir, nos aprofundaremos nas duas maiores contribuições negativas do ano, com ambas sofrendo impactos extraordinários gerados pela pandemia e pelo choque na economia. Enquanto na Natura acreditamos que tivemos um erro de julgamento, na Hapvida a dinâmica micro não nos surpreendeu tanto, mas a reação do preço das ações, sim.

1. Natura

Em 2021, a maior contribuição negativa para o portfólio foi Natura&Co. Somos acionistas da companhia desde 2019, sendo esta, antes da expressiva queda no segundo semestre de 2021, uma das principais contribuições positivas para a rentabilidade do fundo.

A Natura&Co é composta por quatro marcas espalhadas globalmente – Natura, Aesop, The Body Shop e Avon –, tornando-a a quarta maior empresa *pure play* de beleza do mundo. Juntas, as marcas Natura e Avon são responsáveis por aproximadamente 80% da receita do grupo, com 50% da receita vindo da Avon e 30% vindo da Natura. Focaremos abaixo nessas duas marcas.

1.1 Tese

O principal pilar do nosso investimento é o *turnaround* da Avon, aquisição ocorrida em maio de 2019, com a integração no início de 2020.

Enxergamos essa operação com extrema complementariedade para o resto do grupo, principalmente para a marca Natura. A Avon era uma *corporation* que já estava em um processo malsucedido de *turnaround* há alguns anos, apresentando resultados consistentemente aquém dos esperados. Acreditamos que a Natura, uma empresa de cultura e propósito, possui as competências necessárias para mudar essa trajetória. A Avon tem uma marca com reconhecimento global, entretanto uma revitalização é necessária para enraizar novamente seus valores e princípios junto à sociedade, após anos de baixo investimento na companhia.

A revitalização do canal de vendas é um ponto primordial do sucesso da Avon, com sua digitalização sendo parte do projeto. O *churn*⁴ das consultoras tem sido um ponto de atenção em todas as regiões de atuação da marca, com os incentivos das representantes alinhados apenas ao curto prazo. O resultado disso, e de outras inúmeras decisões equivocadas, foi um nível de serviço deteriorado para o cliente, um *pool* de consumidores pouco engajados e um leque de categorias e produtos mal posicionados.

⁴ Em linhas gerais, *churn* é a medida do número de pessoas ou itens que saem de um grupo num determinado período.

O que vem sendo feito na Avon é similar ao que foi feito na Natura entre 2016 e 2018, quando a segmentação e rejuvenescimento da base de consultoras levou a consecutivos ganhos de produtividade nos anos seguintes, aumentando o horizonte de geração de valor para as consultoras (*life time value*) e melhora de experiência para o consumidor, juntamente à otimização do portfólio de produtos através da redução de *SKUs*⁵ desnecessários em categorias específicas.

Olhando para a América Latina, a aquisição trouxe ao grupo uma dominância ainda maior no canal de venda direta, com a Avon sendo a única marca que possuía uma rede cuja escala é comparável à Natura. A grande questão é como extrair o maior valor dessa combinação sem canibalizar venda de nenhuma das marcas. Em 2020, existia uma sobreposição de apenas 35% da base de consultoras, além de grande complementaridade de público-alvo e de portfólio de produtos entre as marcas.

A Natura é mais forte em certas categorias, como fragrâncias e cuidados para o corpo, enquanto a Avon se sobressai em maquiagem, entre outras. Ao mesmo tempo, Natura é uma marca mais *prestige* e a Avon, uma marca mais massificada, com um *price-point* menor. Existe potencial relevante para a venda cruzada dentro da base, cuja consequência seria um aumento na produtividade das consultoras, beneficiando o ecossistema como um todo, algo que esperamos ver em 2022.

Além disso, uma segunda derivada dessa integração seria a oportunidade de acelerar a entrada da Natura em mercados onde a Avon já tem presença na América Latina, se aproveitando do canal de vendas e do *know-how* já existentes nesses países, ajudando a Natura a conquistar seu *fair-share* na região, que ainda parece aquém do potencial.

A oportunidade também é enorme do ponto de vista de sinergia de custos e despesas, sendo um dos principais vetores de aumento de margem para a companhia, com ganhos

⁵ SKU: *Stock Keeping Unit*, também conhecido como Unidade de Manutenção de Estoque, é um código que identifica um produto dentro do estoque. Por esse motivo, ele facilita a gestão e distribuição das mercadorias, sendo um método eficiente para catalogar e acompanhar, por exemplo, o giro de estoque.

relevantes já quantificados e capturados nas áreas de abastecimento, manufatura, distribuição e administrativo. Vale ressaltar também que parte das sinergias não apenas levarão a ganhos de margem, mas também a uma melhora no nível de serviço para as consultoras, que vinham sendo extremamente mal servidas dentro da Avon nos últimos anos – já nesse ano, como fruto dessa percepção, as representantes da Avon aumentaram seu nível de satisfação, chegando às máximas históricas.

Em suma, essa aquisição traz ao grupo diversas oportunidades de geração de valor, do *top* ao *bottom-line* da companhia – se o *turnaround* e a integração fossem executados com algum grau de sucesso, o resultado, em nossa visão, seria uma relevante valorização das ações do grupo. Entretanto, ao mesmo tempo que a aquisição trouxe oportunidades, trouxe também riscos relevantes. Integrar com sucesso uma empresa do tamanho da Avon, com operação em inúmeras geografias onde o grupo não atuava anteriormente, ao mesmo tempo que executa um *turnaround* da marca e do canal, o que inclui mudanças tecnológicas sistêmicas, contém riscos notáveis – os quais se tornaram evidentes em 2021.

1.2 2021

A Natura&Co começou o ano de 2021 vindo de uma sequência bem positiva de resultados, e o primeiro trimestre não foi diferente, entregando crescimento relevante de receita e ganhos relevantes de margem, em linha com o seu *business plan*, o que levou a uma valorização das ações no primeiro semestre. Em abril, a companhia apresentou seu *guidance* de receita e de margem para 2023 – com expectativa de R\$ 47 a 49 bi de receita e de 15 a 17% de margem Ebitda ajustada para o ano.

Foi no início do segundo semestre que as ações começaram a sofrer. A primeira surpresa negativa veio no resultado do segundo trimestre: a empresa acelerou seus investimentos simultaneamente aos impactos das pressões inflacionárias nas cadeias de suprimento globais, levando a uma margem abaixo da esperada pelo mercado. No resultado

do terceiro trimestre veio a queda mais expressiva, com a empresa postergando o *guidance* de margem em um ano, sete meses após o anúncio anterior, utilizando as pressões inflacionárias globais como justificativa ao mesmo tempo em que apresentou um resultado pior que o esperado, tanto do lado da receita como das margens.

Houve uma saída de representantes Avon no Brasil acima do esperado, o que resulta em uma imediata piora da expectativa de receita para o curto prazo, e uma queda de receita na Natura Brasil, também acima do esperado, com desaceleração no crescimento versus 2019 e perda de *market-share* no trimestre, trazendo preocupação adicional. A empresa continuou sofrendo pressões de margem, porém dessa vez não só pela inflação, mas por desalavancagem operacional. Todas as sinergias capturadas até então foram usadas para mitigar essa pressão, e não para expansão de margem, como era esperado no início do ano.

Além disso, com a deterioração do poder de compra do consumidor brasileiro, a companhia deu indicativo de que os próximos trimestres seriam difíceis, tanto em margem quanto em *topline*, com perspectivas de melhora apenas para o segundo semestre de 2022, levando a ação a sofrer revisão das suas estimativas futuras, perder carrego e *momentum*, resultando em uma queda expressiva do preço no segundo semestre do ano.

1.3 Onde erramos

Acreditamos, hoje, que poderíamos ter reduzido a posição de forma relevante quando, no primeiro semestre de 2021, a ação já precificava uma parte importante do *turnaround*, enquanto os bons resultados de Avon ainda não tinham começado a vir. Naquele momento, o mercado parecia subestimar parte do risco de execução de uma transformação dessa magnitude e dava o benefício da dúvida para o *management* da companhia.

Além disso, deveríamos ter considerado o resultado de 2020 conjuntamente bom, não apenas para a companhia, mas também para o setor e, notadamente, para o canal de venda direta, um dos mais beneficiados pelo aumento da renda disponível com o auxílio

emergencial, sendo também menos impactado que as marcas que dependiam de lojas abertas. Olhando em retrospecto, nossas expectativas para 2021 deveriam contemplar uma *normalização* das receitas, principalmente da marca Natura.

No momento em que aumentamos o escrutínio sobre as empresas que poderiam sofrer mais com a desaceleração econômica no Brasil, não incluímos a Natura&Co por achar que a base de receita diversificada nos protegeria da dinâmica mais negativa no Brasil. Não levamos em consideração que uma empresa em *turnaround*, com margens baixas, em um momento de piora macroeconômica e de desequilíbrio nas cadeias de suprimento, sofreria mais.

1.4 O que vemos para o futuro

Acreditamos que os riscos relacionados ao curto prazo e à melhora da operação da Avon já foram mais que precificados.

Nossa principal preocupação segue sendo a operação da Avon Internacional, que reflete todas as operações da Avon fora da América Latina, parte que consideramos a mais complexa do *turnaround* por se tratar do mercado menos sinérgico com o resto do grupo. Em contrapartida, enxergamos essa operação avaliada de forma extremamente conservadora pelo mercado hoje, reduzindo o risco de potencial decepção no futuro.

Quando olhamos para o resto da operação do grupo, não observamos um ponto de chegada tão diferente do que imaginávamos no início do ano, mesmo reconhecendo que o curto prazo será desafiador: o considerável risco de execução persiste e é amplificado em momentos de deterioração macroeconômica. Por esse motivo, entramos 2022 com uma posição comprada, porém menor.

Em termos de *valuation*, enxergamos a Natura&Co negociando a aproximadamente 13-14x o seu lucro 2023, um de seus múltiplos históricos mais baixos, mesmo após as duras revisões sofridas esse ano, que reduziram nosso número de 2023 em 25%. Quando olhamos

em um horizonte mais longo, revisamos nossas estimativas de lucro em 10%, montante desproporcional à desvalorização da ação, de quase 50%.

O múltiplo projetado hoje é parecido com o no final de 2015, período em que vivíamos uma recessão severa, a taxa real de longo prazo se encontrava em patamares superiores aos de hoje, a Natura&Co tinha uma dependência muito maior do mercado doméstico⁶, as expectativas de crescimento de lucro nos anos subsequentes eram inferiores e as empresas que são suas *peers* negociavam bem abaixo dos 40x P/L que negociam atualmente.

2. Hapvida

Somos acionistas da Hapvida desde 2018, ano em que a empresa fez seu IPO, com diferentes exposições ao longo desse período, contribuindo positivamente para a performance do fundo até o ano de 2020. Em 2021, a posição reteve parte importante do resultado, explicado pelo primeiro ano fechado, desde o IPO, que as ações apresentaram queda, e pela maior representatividade em nossos fundos. Na sequência, explicaremos a nossa tese, discutiremos nossa visão sobre os motivos que fizeram a ação cair e o porquê da empresa continuar sendo um dos principais investimentos da Studio.

2.1 Tese

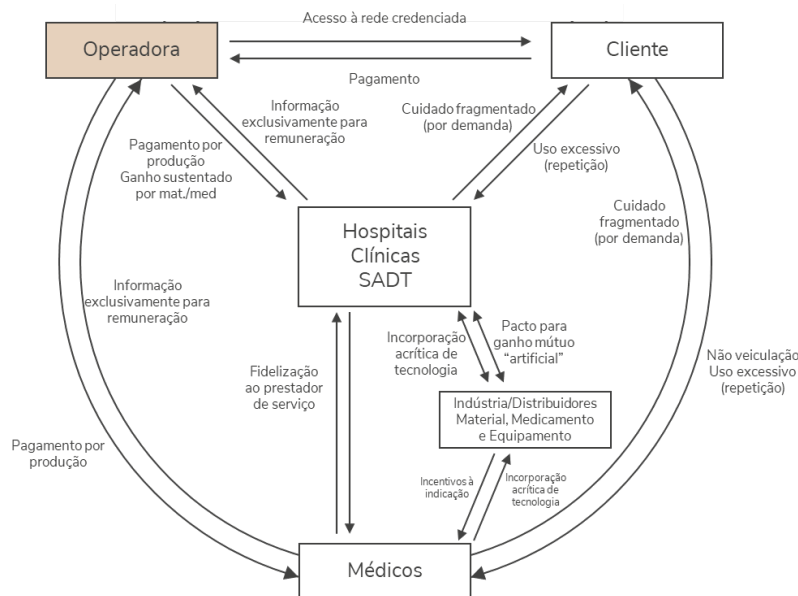
Para conseguirmos explicar as vantagens competitivas da empresa, precisamos antes abordar algumas características do setor de saúde suplementar no Brasil – com gráficos elaborados até 2019 devido à alteração de tendência ocasionada pela Covid-19, que iremos abordar mais adiante.

Dois pontos são extremamente importantes para a discussão:

⁶ Hoje o mercado brasileiro representa apenas 30% da receita da Natura&Co

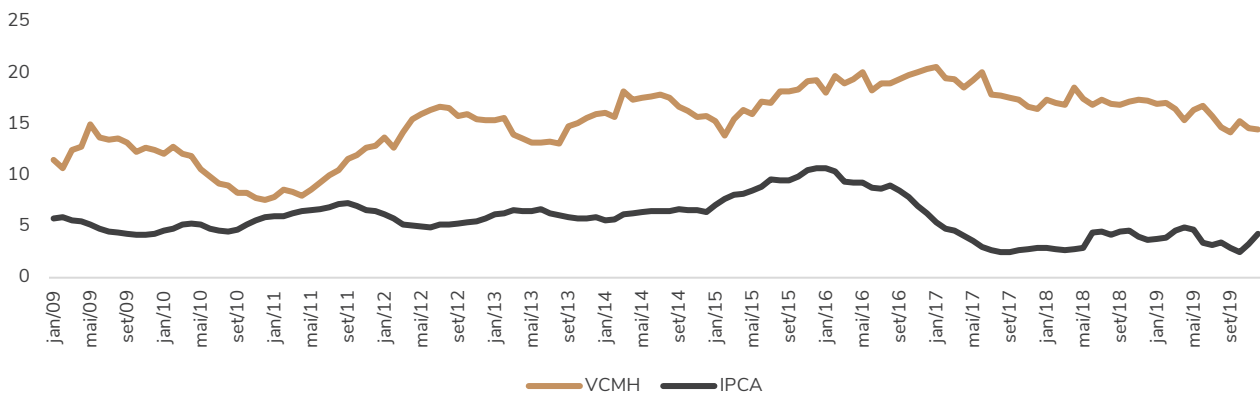
1. Existem diferentes elos na cadeia de saúde (clientes, operadoras, médicos, hospitais, laboratórios, dentre outros) com interesses conflitantes, causando uma consequente assimetria de informações e incentivos (vide Figura 1);
2. Custos são crescentes com o passar do tempo, com o aumento da utilização dado o envelhecimento dos beneficiários, além dos tratamentos ficarem mais onerosos, com os lançamentos de novas tecnologias e medicamentos. O Gráfico 04 mostra a variação de custos de uma carteira de planos de saúde em comparação com o IPCA.

Figura 01: Sistema de saúde suplementar – situação atual



Fonte: Internet, Studio

Gráfico 04: Variação Custo Médico-Hospitalar, Mensal, %



Fonte: IESS, IBGE e Studio

As consequências desses fatores são sensíveis para o setor, pois as operadoras não conseguem controlar os próprios custos, dado o desalinhamento entre as partes, o que tem levado à baixa rentabilidade do setor nos últimos anos (Gráfico 05). Com isso, a única forma de se ajustar é através do aumento do preço do plano para população, levando à estagnação da cobertura de beneficiários (Gráfico 06).

Gráfico 05: Margem Operacional Operadoras, Anual, %

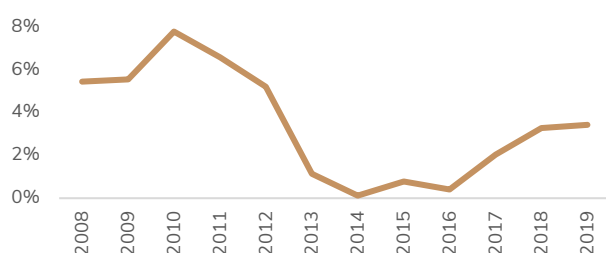
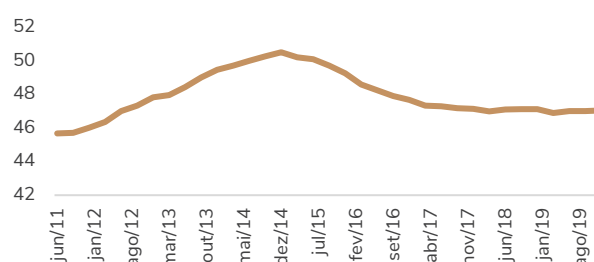


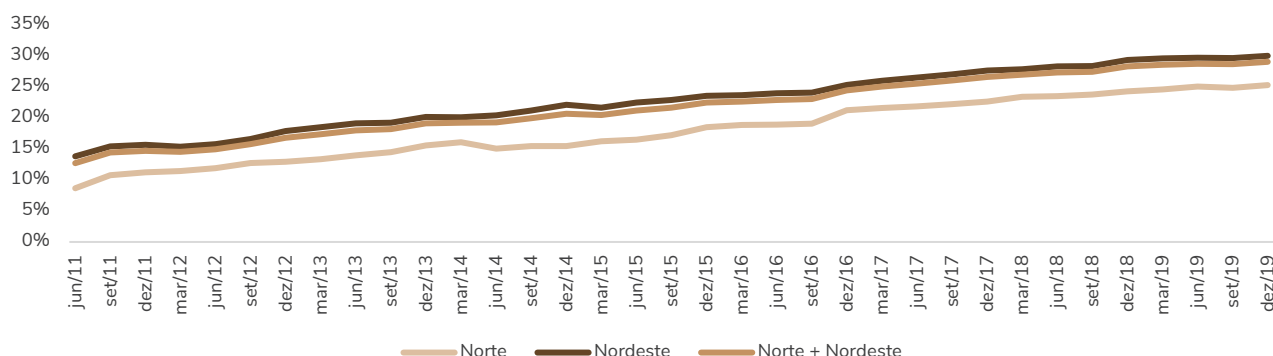
Gráfico 06: Total de Beneficiários, Mensal, Milhões



Fonte: ANS, Studio

A Hapvida surgiu do Hospital Antônio Prudente (HAP), controlado pela família Pinheiro, construindo desde sua gênese uma estrutura verticalizada, ou seja, a operadora possui rede própria de, notadamente, hospitais, laboratórios e clínicas para oferecer diversos serviços a seus beneficiários. Esse modelo permite alinhar os interesses entre as partes e reunir o máximo de dados possíveis, uma vez que a empresa é controladora de todo o ecossistema. A vantagem competitiva que surge a partir disso é controlar os custos de maneira muito mais eficiente do que os competidores, traduzindo-se em menor necessidade de repassar preço para o cliente e, finalmente, poder ganhar participação de mercado ao longo dos anos. Podemos ver isso de forma muito clara no Gráfico 07, que mostra a evolução da participação nas regiões do Norte e Nordeste, regiões de origem do plano de saúde.

Gráfico 07: Market Share Hapvida, Mensal



Fonte: ANS

Nossa tese desde o início é de que a empresa continuará ganhando mercado nas praças em que atua e replicará o modelo em outras regiões do Brasil, através de aquisições de operadoras e investimentos *greenfields*⁷ em estrutura assistencial. A empresa fez importantes aquisições em estados complementares desde 2019 e está em processo de integração/extração de sinergias.

No início de 2021 a empresa surpreendeu o mercado e fez a maior aquisição da sua história: seu *peer* listado NotreDame Intermédica. A Intermédica possui um modelo semelhante ao da Hapvida, porém presença geográfica extremamente complementar, com foco no Sul e no Sudeste – tanto é que não ensejou qualquer preocupação concorrencial no CADE. Acreditamos que essa “fusão” gera muito valor para o acionista, mas entraremos nos detalhes na parte final.

2.2 2021

O ano de 2021 foi um período bastante conturbado, com muitas notícias e resultados negativos para as duas empresas, levando a uma queda de aproximadamente 30% das ações da Hapvida, mesmo com o anúncio inesperado da fusão. Não iremos comentar as

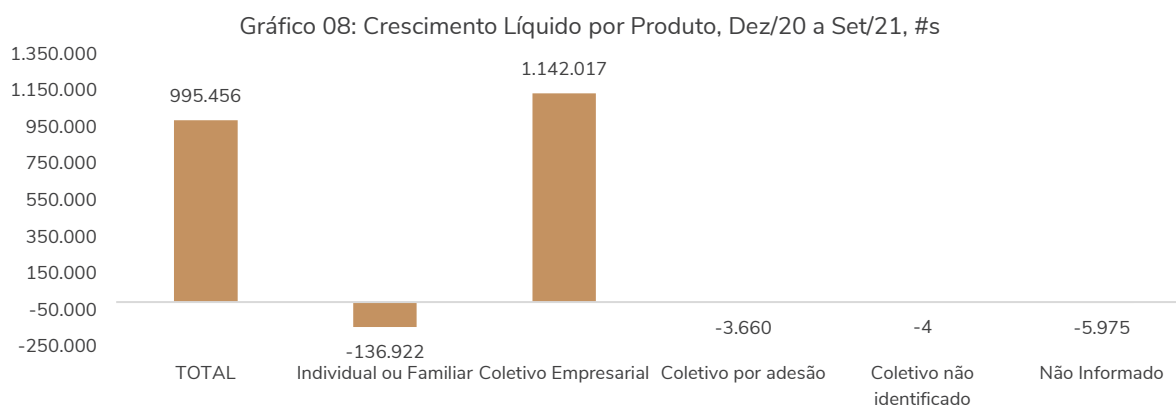
⁷ Tipo de investimento no qual uma empresa cria uma subsidiária fora da região de origem, iniciando suas operações do zero.

notícias que impactaram, pois foram diversas – possível *block trade* da Bain⁸, CPI da Covid, PL dos Enfermeiros –, porém somado a isso, os resultados de ambas as empresas em 2021 também foram abaixo das expectativas, principalmente sob as óticas de crescimento e sinistralidade da operação.

Por acreditarmos que o crescimento futuro e a normalização da sinistralidade são os principais pontos de atenção para a tese, abordaremos cada um em mais detalhe.

2.3 Crescimento

Como vimos acima, o setor não apresentou crescimento praticamente até o final de 2020. Em 2021 observou-se adição líquida positiva de forma relevante, porém ambas as empresas entregaram um acréscimo menor que a expectativa dos agentes. É fundamental avaliarmos a performance de cada uma em seus respectivos mercados de origem, afinal grande parte das aquisições foram realizadas ou integradas em 2020, naturalmente sendo necessário um período maior para replicarem todo o modelo e, como se espera, apresentarem o mesmo resultado visto nas praças originais. Abaixo vemos que praticamente todas as vidas⁹ vieram de produtos empresariais e com desempenho diferente por região.

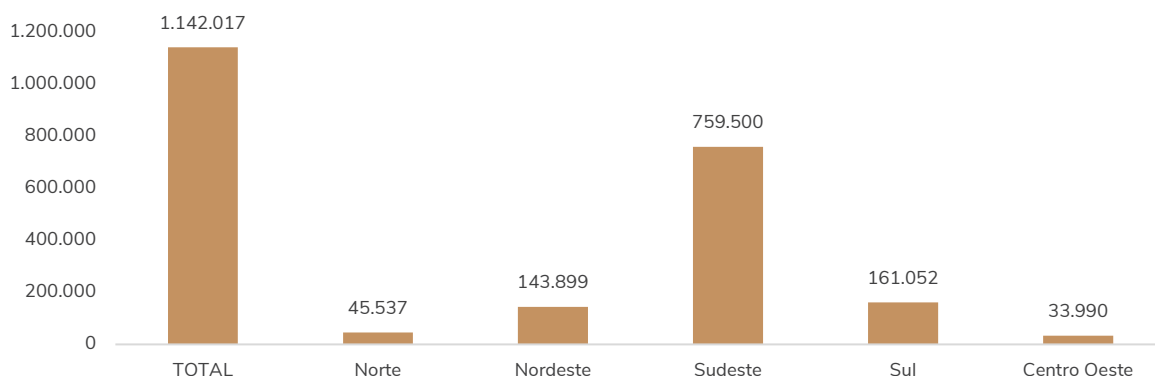


Fonte: ANS e Studio

⁸ <https://braziljournal.com/intermedica-bain-vai-vender-ate-metade-da-posicao>

⁹ Novos clientes

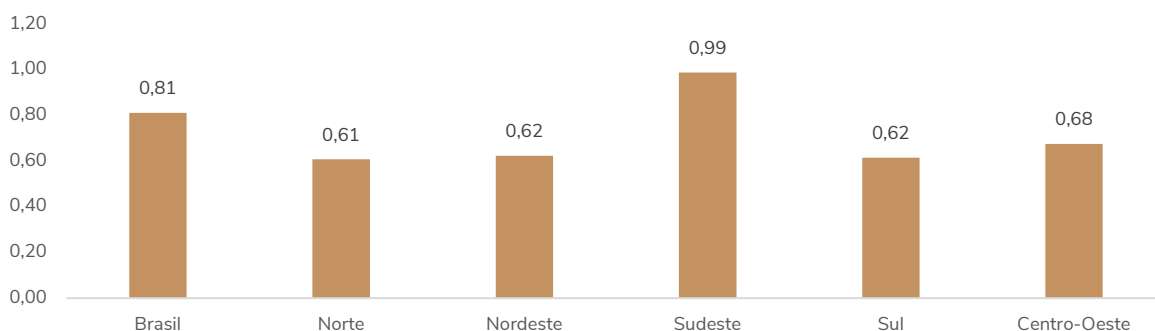
Gráfico 09: Crescimento Líquido Plano Coletivo Empresarial, Por Região, #s



Fonte: ANS e Studio

A Hapvida está presente em regiões que apresentaram pouco crescimento. Assim, todo o ganho dos últimos anos da empresa foi motivado pelo aumento de participação no mercado, o que julgamos ter sido prejudicado em 2021 pela pandemia, com os clientes corporativos mostrando resistência em trocar o plano de saúde dos funcionários nesse momento. Olhando adiante, nossa opinião é de que a Hapvida voltará à tendência anterior, vislumbrando ainda a possibilidade de a penetração do produto aumentar no Norte e Nordeste como consequência da própria pandemia, algo que transformou o plano de saúde em um serviço ainda mais desejado. Oferecer esse benefício pode se tornar um diferencial para empregadores.

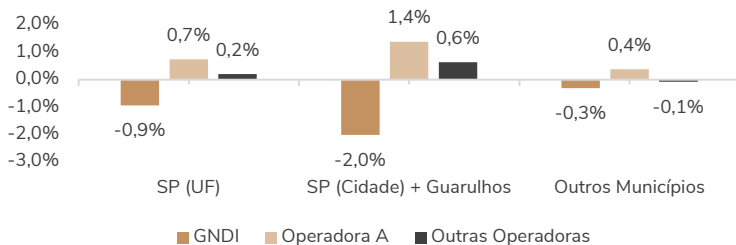
Gráfico 10: Razão Beneficiários Empresariais/Total de Funcionários CLT, Set/21



Fonte: ANS, CAGED e Studio

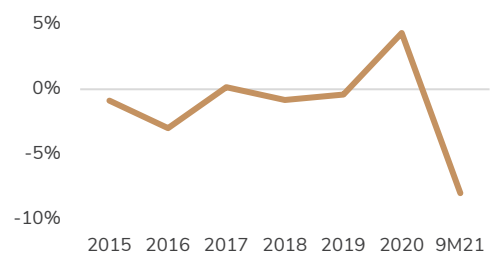
Já a Intermédica, que possui parte predominante da carteira em São Paulo, perdeu vidas em 2021, apesar do estado ter sido o maior contribuidor para o crescimento do setor no Brasil. A performance da empresa é predominantemente explicada pela perda de contratos relevantes para um mesmo concorrente nas duas maiores cidades do estado (São Paulo e Guarulhos). Acreditamos que o ambiente competitivo será melhor em 2022, pois o mercado se tornou mais agressivo após a rentabilidade recorde obtida em 2020, esperando-se o efeito inverso para o ano seguinte (ver gráfico abaixo).

Gráfico 11: Variação Market Share Empresarial, Dez/20-Out/21, %



Fonte: ANS, Studio

Gráfico 12: Margem Operacional Operadora A, Anual, %

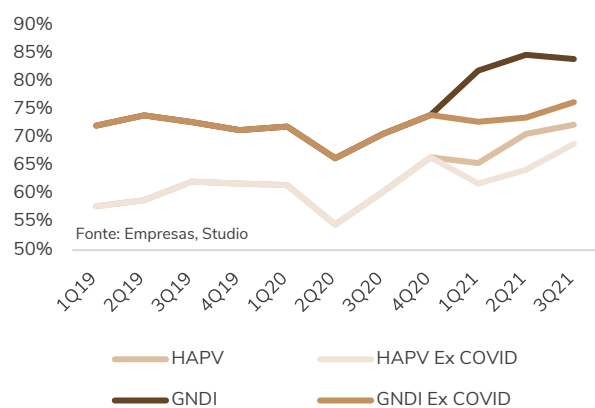


2.4 Sinistralidade

Sinistralidade é um jargão utilizado no setor para se referir a quanto os custos (sinistros) representam da receita total. Em resumo, nada mais é do que a razão custos/receita. Em 2021, essa proporção piorou de forma considerável, por dois fatores:

Em 2020, quando a pandemia estourou e a doença era desconhecida, houve a recomendação para o adiamento de procedimentos eletivos: qualquer tratamento não urgente deveria liberar capacidade para uma possível internação de Covid-19. Esse efeito fez os custos do plano caírem, já que o adiamento desses procedimentos compensou

Gráfico 12: Sinistralidade Total, Trimestral, %

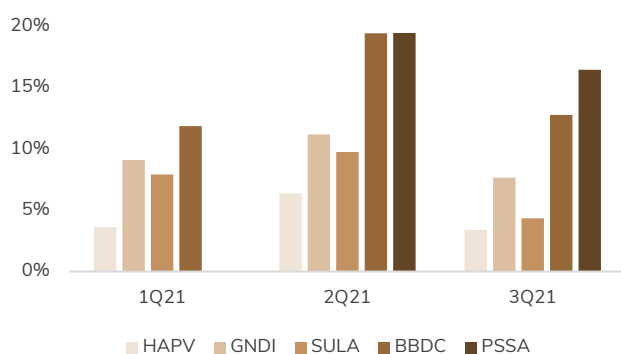


Fonte: Empresas, Studio

o aumento de custos com a pandemia. Em 2021, contudo, o Brasil vivenciou uma onda muito mais agressiva do vírus ao mesmo tempo em que se manteve a realização de procedimentos eletivos, aumentando muito os custos das operadoras. O impacto divulgado pelas empresas listadas, considerando ou não os custos com Covid, pode ser visto no gráfico 12.

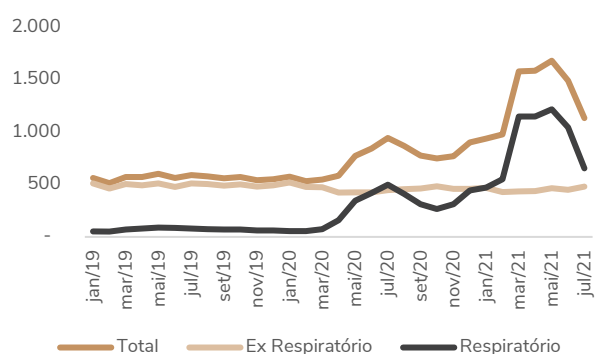
O primeiro questionamento levantado sobre o aumento de custos é o possível superdimensionamento das despesas relacionadas à pandemia e até mesmo o grau temporário do seu impacto no resultado das duas empresas. Todavia, esse efeito foi divulgado por todas as empresas listadas, em diferentes proporções, e nos sugere que afetou todos os *players* do setor de forma relevante. Considerando-se os dados do SUS, também é possível perceber o caráter excepcional dos custos para internações respiratórias. A tendência de melhora apresentada nos últimos meses nos dá o conforto de que vivenciamos uma situação extraordinária/conjuntural.

Gráfico 13: Impacto COVID-19, Trimestre, Percentual Receita Líquida



Fonte: Empresas, Studio. Não há dado disponível para PSSA no 1º trimestre de 2021.

Gráfico 14: Valor Internações Clínicas SUS, R\$ Milhões

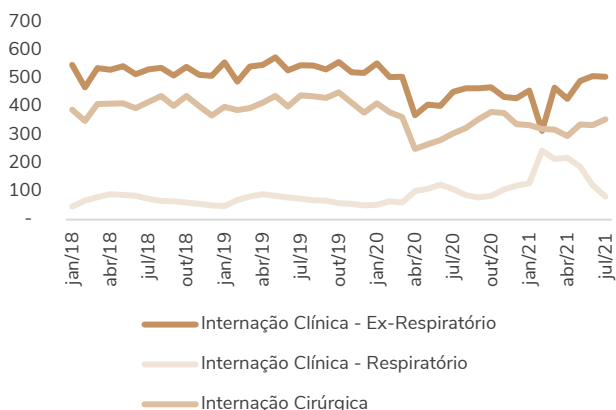


Fonte: SUS, Studio

Com a alta utilização de recursos por pacientes de Covid-19, a questão que se coloca é se os custos estão normalizados, ou seja, se as frequências de procedimentos eletivos estão próximas dos níveis históricos. Utilizando-se os dados do SUS, acreditamos que o 3º trimestre já foi semelhante aos níveis pré-pandêmicos ou até mesmo com alguma sobreutilização de procedimentos adiados, conforme anunciado pela Hapvida. Podemos ver nos gráficos que somente internações cirúrgicas estão abaixo dos níveis de 2019, o que

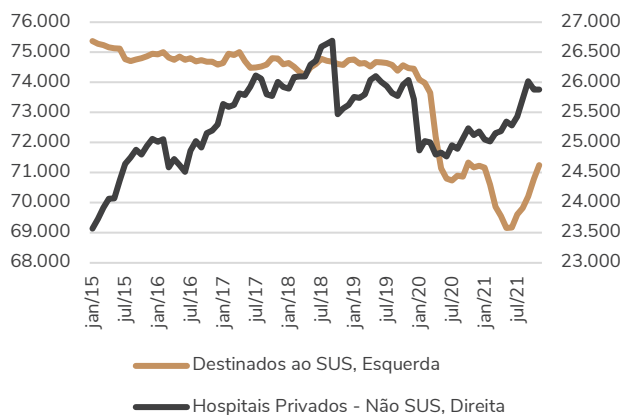
justificamos pela falta de capacidade hospitalar do sistema público, o que não acontece na rede privada.

Gráfico 15: Autorizações Emitidas SUS, Mil #



Fonte: SUS, Studio

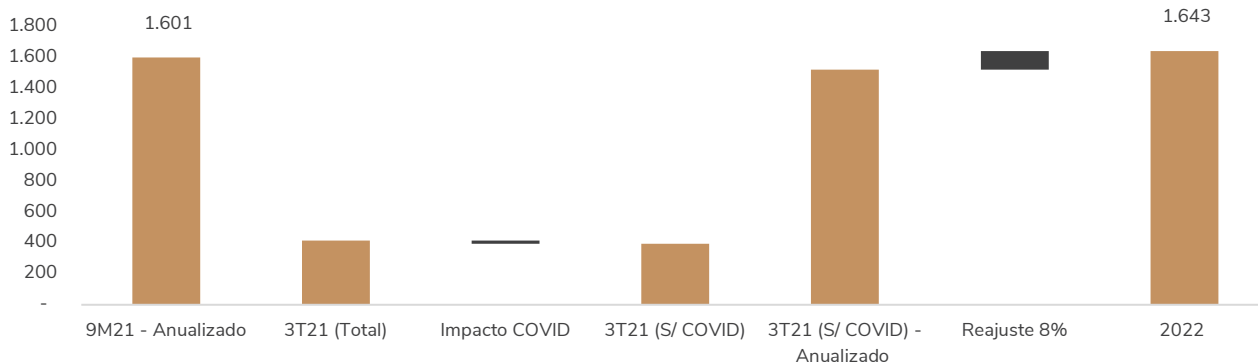
Gráfico 15: Leitos Cirúrgicos, Total



Fonte: SUS, Studio

Por isso, considerando-se que o 3º trimestre foi normalizado – e excluindo os gastos relacionados à pandemia, além de considerar um reajuste histórico de 8% –deveríamos ver um custo por beneficiário muito parecido com 2021 ou até mesmo caindo em 2022¹⁰. Dessa forma, não consideramos nenhuma demanda represada ou mesmo sinergias extraídas das empresas adquiridas e recém-incorporadas.

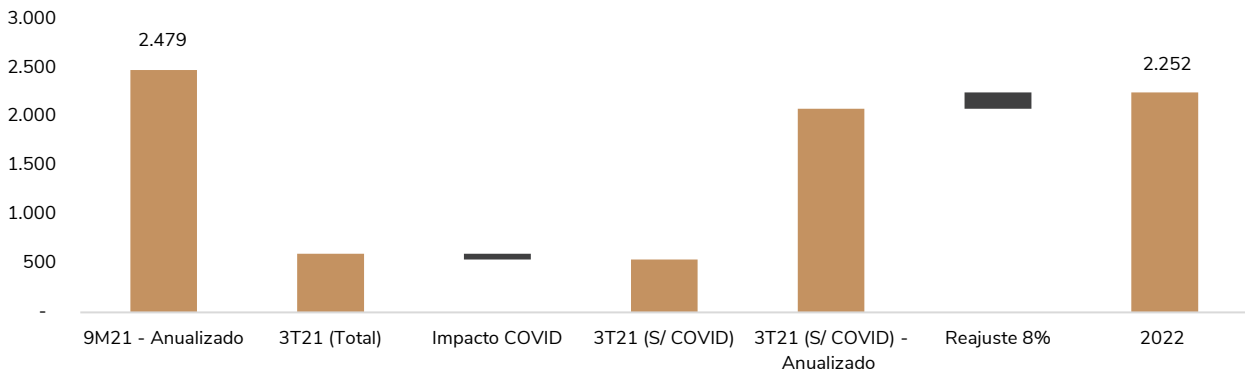
Gráfico 16: Custo Caixa por Beneficiário, Hapvida, R\$



Fonte: Empresas, Studio

¹⁰ Nossos números não incluem um possível impacto da Ômicron.

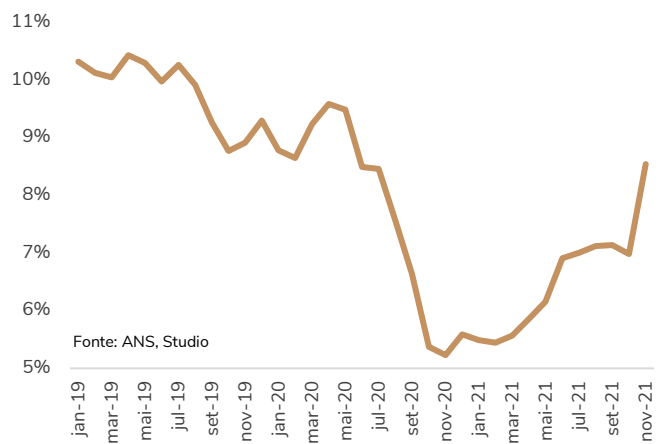
Gráfico 17: Custo Caixa por Beneficiário, Intermédica, R\$



Fonte: Empresas, Studio

Como mencionado anteriormente, a sinistralidade é uma razão entre custo/receita, e, até aqui, somente abordamos porque esperamos melhora no numerador da relação. Entrando no denominador, a receita das operadoras, o grande detrator de resultado foi o reajuste anual das mensalidades. Já dissertamos sobre o aumento de competitividade de

Gráfico 18: Reajuste trimestral, Empresarial >30 Vidas, Janelas Móveis 3 meses, %



Fonte: ANS, Studio

2021 causado pela bonança de 2020, o que também prejudicou o preço médio, pois as empresas não conseguiram repassar o aumento de preço necessário dado o risco de perder a clientela. No entanto, percebemos uma clara mudança de tendência nos dados da ANS e esperamos que o movimento continue voltando aos níveis históricos.

2.5 Investimento

A Hapvida continua sendo um importante investimento do fundo, e acreditamos que os principais questionamentos levantados em 2021 são conjunturais; a maioria já passou pelo ponto de inflexão, por mais que a volta à normalidade não ocorra de maneira imediata.

Para ressaltar o momento transitório de resultados, nossas projeções de lucro para 2023 são praticamente as mesmas quando comparadas às de um ano atrás.

Além das surpresas negativas dos resultados em 2021, também ocorreu no mesmo ano o anúncio da fusão entre a Hapvida e a Intermédica, não esperada pelo mercado e com potencial enorme de criação de valor estrutural para as empresas. A escala é extremamente importante para o negócio de plano de saúde verticalizado: juntas, as companhias conseguirão otimizar compras de materiais e medicamentos, utilização de rede própria e pessoal, dentre outros. Além disso, a Hapvida poderá replicar na Intermédica todos os seus protocolos médicos e gestão assistencial, desenvolvidos ao longo dos anos pela família controladora, enquanto a Intermédica poderá utilizar seu *know-how* de integração de ativos e controle operacional, herdados da consultoria controladora, para auxiliar a Hapvida.

As sinergias que calculamos são enormes e em diferentes áreas, chegando a um valor próximo de R\$ 35 bilhões de NPV. Tirando esse montante do valor de capitalização das duas empresas e somando os dois lucros separados, as empresas estão negociando a cerca de 10x lucro em 2023, o que nos parece extremamente atraente dado o diferencial competitivo do negócio e sua característica defensiva, controladores extremamente alinhados e *management* de alta qualidade, e potencial enorme de criação de valor, tanto pelo crescimento quanto pela extração das sinergias.

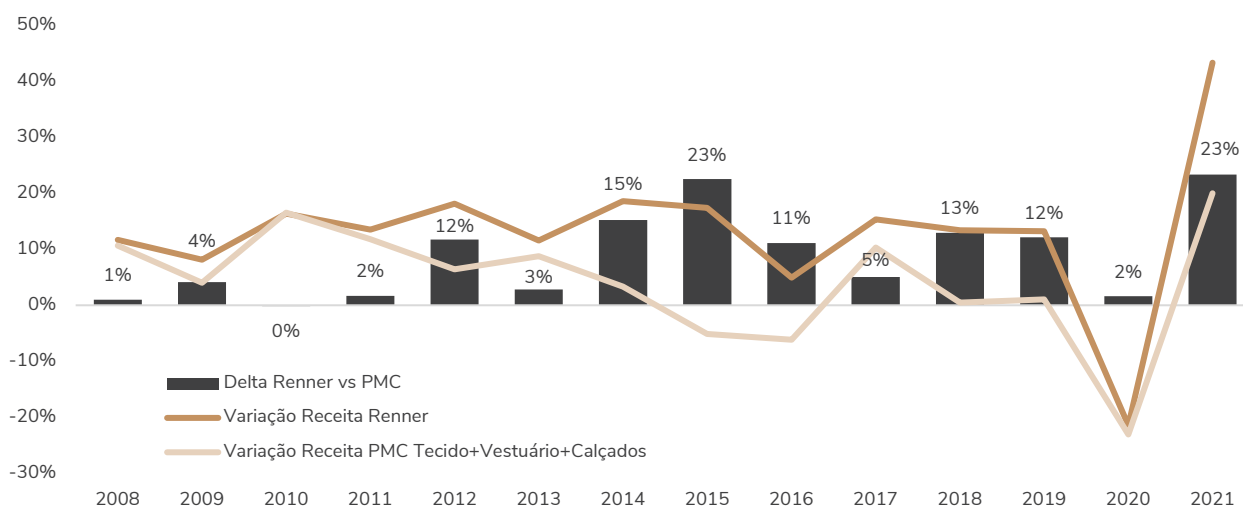
3. Conclusão

*"Bad companies are destroyed by crisis, good companies survive them,
great companies are improved by them."*

Andy Grove

O gráfico a seguir ilustra de forma simples e direta a afirmação acima: a Renner conseguiu ganhar *market share* em todos anos desde 2011, mas aqueles em que mais cresceu foram 2015, a maior queda de PIB da história do país, e 2021.

Gráfico 19: Performance Vendas Renner *versus* PMC Vestuário e Calçados, Anual, %



Fonte: Empresa, IBGE, Studio. PMC: Pesquisa Mensal de Comércio.

As ações no Brasil estão muito baratas, sob qualquer métrica. Trazemos a atualização da tabela que colocamos na carta de outubro. Nosso portfolio é formado por empresas de qualidade, líderes em seus setores, e que já passaram por diversos cenários desafiadores criando valor para os acionistas. As empresas estão mais

		Final 2015	Final 2018	Final 2021
	NTN-B 10 anos	7,4%	5,0%	5,4%
Hapvida	P/L fwd 24 m	nm	19,0	11,7
Localiza	P/L fwd 24 m	12,0	20,0	15,8
Equatorial	P/L fwd 24 m	7,0	12,0	7,4
Rumo	EV/Ebitda 24 m	nm	7,5	7,5
Iguatemi	P/L fwd 24 m	14,0	22,0	12,8
Natura	P/L fwd 24 m	14,0	20,0	13,4
	EV/Ebitda 24 m	7,0	9,5	7,1
Renner	P/L fwd 24 m	12,0	20,0	14,5

Fonte: Bloomberg, Studio

Notas:

NTN-B 10 anos: componente prefixada da NTN-B de 10 anos nas datas citadas

P/L fwd 24 m: razão preço atual da ação e est. de lucro dos próximos 24 meses

EV/Ebitda 24 m: razão preço atual da ação e est. de Ebitda dos próximos 24 meses

capitalizadas e ganhando mais *market share* do que nas outras crises. O Brasil fez muito menos do que poderia, mas desde 2015 tivemos avanços: reforma da previdência, reforma trabalhista, TLP, independência do Banco Central e Lei das Estatais. Nada disso é garantia de que as ações terão melhor performance em 2022, mas é o que esperamos.

Os mercados nunca serão eficientes, afinal refletem o comportamento humano.

"Risk is what is left over when you think you have thought of everything."

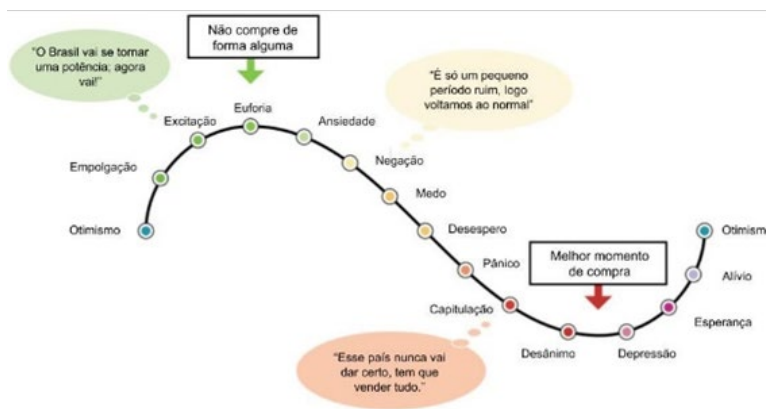
Carl Richards

Há um grande desafio no horizonte, embora pareça que no Brasil estejamos em algum lugar entre o desânimo e a depressão¹¹, pior bolsa do mundo, e nos EUA, entre a euforia e a ansiedade¹¹: bolsas nas máximas, muitas empresas menos lucrativas tendo quedas grandes, retirada de estímulos à vista, subida de juros e um presidente fraco¹².

Essas variáveis parecem compor uma equação mais frágil do que a normal para os ativos de risco. Como o Brasil adora perder uma oportunidade, essa parece ser a maior ameaça para nossa recuperação cíclica: não aproveitamos a bonança global e podemos não nos recuperar pela piora dos ventos vindo de fora.

Desejamos um feliz 2022 e saúde a todos.

Figura 02: Ciclos de Mercado



Fonte: Internet

¹¹ Dominando o ciclo de mercado: Aprenda a reconhecer padrões para investir com segurança, Howard Marks, Março 2020

¹² Parece ser uma tendência nas democracias atuais. Trump foi o primeiro incumbente a perder reeleição nos EUA e Bolsonaro é o que entra o processo de reeleição com menor popularidade na história do Brasil.