

## CARTA 2022

### INTRODUÇÃO

O ano de 2022 foi novamente difícil para a renda variável no Brasil. Depois de passarmos por um ajuste enorme de expectativas sobre os juros locais no segundo semestre de 2021, 2022 trouxe uma grande recalibragem do preço mais importante da economia do mundo, aquele que de alguma forma influencia a precificação de todos os ativos: a taxa de juros nos Estados Unidos.

Há mais de um ano permanecemos em um processo contínuo de retirada de liquidez da economia, derrubando os preços das ações e reduzindo o apetite a risco. Qualquer movimento de queda muito prolongado afeta a confiança, gera pessimismo e reduz as expectativas de lucro. Da mesma forma, o aumento de juros também gera pessimismo, desaceleração da economia e mais queda dos lucros, principalmente das empresas endividadas.

Esse processo auto-alimentar não é infinito. Em algum momento, o ciclo de redução de liquidez se esgota e, logo em seguida, muda de direção. Esses são os ciclos de mercado que espelham, muitas vezes, os ciclos econômicos. Diante disso, natural seria imaginar que a gestão de recursos se resumiria a aumentar o risco nos momentos de aumento de liquidez e reduzi-lo no momento de retirada. Parece verdade, mas é possível ter uma opinião relevante sobre quando essa mudança acontece?

Warren Buffet escreveu: *“For a piece of information to be desirable, it has to satisfy two criteria: It has to be important, and it has to be knowable.”*

A frase acima expressa sua visão acerca das previsões macroeconômicas. É claro que ele acredita que o cenário macro é importante; o que não acredita é que exista um modelo que consiga consistentemente prever as evoluções macroeconômicas não refletidas nas expectativas.

O *value investing* é a filosofia de investimento mais utilizada mundo afora pelos gestores de ações<sup>1</sup>. Ela tem duas crenças fundamentais como pilares: 1) as empresas valem seu fluxo de caixa futuro trazido a valor presente, e 2) no longo prazo o preço de mercado converge para o valor da companhia. Acreditamos que parte da fama do *value investing* se deve à facilidade de compreensão dessas premissas, de alguma forma até intuitivas. A verdade é que se suas aplicações fossem assim tão óbvias, a própria teoria perderia valor no mercado, já que seria integralmente incorporada aos preços.

Acreditamos na adaptação ativa da gestão, reconhecendo a realidade como ela se apresenta. A flexibilidade mental é um ativo relevante em um mundo de pouquíssimas verdades absolutas, mas a capacidade de suportar a volatilidade é indispensável em um ambiente de permanente ruído.

Procuramos, ao longo de 2022, flutuar ainda mais o nível de risco do portfólio, à medida em que os preços descontassem mais risco, seguindo esse *framework* enquanto permanecerem maiores incertezas macroeconômicas. No final, isso representa um modelo mental em que exigimos mais retorno enquanto investidos, uma maior sensibilidade à margem de segurança das teses que acompanhamos.

<sup>1</sup> Talvez não por muito mais tempo, tendo em vista o avanço dos fundos quantitativos.

*"Make Mr. Market your servant, not your master."*

*Benjamin Graham*

Soma-se a isso uma grande exposição a empresas cujos negócios, em nossa visão, têm menos variabilidade de resultados futuros, como *utilities*, concessões e *shoppings*. Todas são ajustes que fizemos ante a maior turbulência que, certamente, tem data de validade.

*"The one thing I've learned about markets over time is that they tend to train you to ignore something and then humiliate you once you figure it doesn't matter."*

*Stanley Druckenmiller*

Consideramos que a performance do ano de 2022 foi aquém do que desejamos. Como essa frustração veio principalmente de dois investimentos, decidimos comentar ambos, além do principal impacto positivo.

## XP

A maior contribuição negativa para nossas carteiras em 2022 foi XP. Traremos aqui nosso olhar pra tese, nossos erros, surpresas e dinâmica do mercado onde a companhia se insere.

### Ambiente competitivo e gastos elevados com assessores e M&A

Nos últimos dois anos e meio, o ambiente competitivo para plataformas de investimentos se acirrou de maneira importante. Apesar de já sabermos que os grandes bancos (principalmente o Itaú), com uma inércia maior, estavam reagindo ao grande crescimento da XP à época do IPO (final de 2019), foi o BTG que executou o movimento mais emblemático nesse sentido, surpreendendo o mercado: em julho de 2020, o banco fechou a compra de 49% da EQI, escritório de assessoria relevante para a XP, cujo futuro envolvia se tornar uma corretora.

Naquele momento, as implicações financeiras desse movimento ainda não eram claras. Algumas das principais perguntas eram: 1) Quanto de fato de *AuC* seria perdido pela XP pela perda do escritório? Haveria outros no futuro? 2) Como isso impactaria a captação, ou seja, mesmo que o impacto não fosse relevante em *AuC*, o quanto isso poderia afetar o *net new money* e comprometer a máquina de captação? 3) Os ataques continuariam? Caso sim, qual seria a resposta da XP? O quanto teria de ser gasto para a retenção dos escritórios remanescentes?

Ao longo dos trimestres seguintes, ficou evidente, de forma gradual, que os impactos seriam mais importantes do que achávamos no início – a própria companhia parece ter subestimado as consequências dessa nova incursão competitiva. Hoje, embora não tenhamos o contrafactual objetivo de quanto estariam o *AuC*, *net new money* e *revenue yields* caso o BTG não tivesse continuado a abordar e migrar outros escritórios, é seguro afirmar que estariam melhores. Naturalmente, os efeitos vão além dessas métricas operacionais, afinal os assessores ganhavam importante poder de barganha em relação à XP.

Ato contínuo, a XP se viu obrigada a despendar, como instrumento de retenção, aproximadamente R\$ 4,3 bilhões em adiantamentos aos escritórios, parte para investimento no próprio negócio – o que traria outros benefícios –, estabelecendo um compromisso de exclusividade de, em média, 10 anos.

A Tabela 01 mostra a evolução, por trimestre, acumulada desses gastos. Esse foi o maior dispêndio de caixa não-mapeado da companhia desde então.

Tabela 01: Evolução trimestral de gastos com Assessores

Investimento em Assessores (R\$ milhão)	Até o 3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Estoque de adiantamentos	1.036	1.315	1.702	2.805	3.254	3.737	3.733	3.850	3.789	3.864
Depreciação no DRE (aprox.)		26	33	43	70	81	93	93	96	95
Gasto corrente capitalizado (aprox.)	1.036	305	420	1.145	519	565	89	210	35	170
<b>Gasto corrente acumulado</b>		<b>1.341</b>	<b>1.761</b>	<b>2.906</b>	<b>3.425</b>	<b>3.990</b>	<b>4.080</b>	<b>4.289</b>	<b>4.325</b>	<b>4.495</b>

Para frente, a XP fornece uma estimativa de dispêndio anual de R\$ 400 milhões por ano, em média, para investimentos em escritórios. Com isso, é possível assumir que quase a totalidade do AuC estaria defendido desse tipo de ameaça. É importante ressaltar que, em caso de quebra contratual, o escritório em questão é obrigado a devolver o valor.

Além desse montante, desde meados de 2020 houve mais R\$ 1,4 bilhão em gastos com M&A, cuja qualidade de alocação de capital ainda nos parece duvidosa. A Tabela 02 compara a magnitude desses gastos com a geração de lucros da companhia no período:

Tabela 02: Gastos com M&A

Destinação do caixa operacional gerado	R\$ milhões
Lucro líquido 1Q20 - 4Q22*	9.875
Investimento em Assessores	(4.495)
M&As	(1.400)
<b>Sobra de caixa no período</b>	<b>3.980</b>

\* Retirando a depreciação do investimento em Assessores

De acordo com a empresa, há adicionais R\$ 1,2 bilhão em desembolso de caixa em 2023, não incorporados a esses números, relativos à compra dos escritórios que optaram pelo modelo de corretora. Para o futuro próximo, não são esperados gastos dessa magnitude em nenhuma das duas naturezas – em 2022 já foi significativamente mais baixo.

Grande parte da geração de caixa deve ser devolvida aos acionistas através de dividendos e/ou *buybacks*, ou reinvestidas com melhores retornos, com a preocupação de que, quando o mercado voltar a aquecer, retorne a competição por escritórios de assessoria e gestoras de recurso ou patrimônio. É importante pontuar que a maior parte dos resultados gerados desde o IPO foram alocados em investimentos que não eram previstos inicialmente e que, a princípio, não trazem novas receitas relevantes para a empresa. Além disso, adicionou-se uma despesa recorrente de R\$ 400 milhões para a manutenção da base de distribuição. Essa mudança foi claramente resposta ao ambiente competitivo mais agressivo, o que acreditamos ser parte da explicação para o *derating*<sup>2</sup> da ação.

<sup>2</sup> O termo *derating* no mercado de ações significa que os investidores diminuiriam estruturalmente a percepção de valor de uma companhia, antecipando lucros mais baixos no futuro.

## 2021 e as preparações para o crescimento futuro

O ano de 2021 foi excelente, em termos operacionais, para a XP. As receitas cresceram 48% e o lucro se expandiu em 73%. As iniciativas relacionadas a *banking*, como previdência, cartões, crédito e seguros, vinham ganhando grande tração. Diante disso, a companhia começou, a partir do 2º trimestre de 2021, um processo muito forte de contratações como suporte para o crescimento futuro projetado. Na Tabela 03 observa-se a velocidade da evolução do quadro de funcionários, das despesas de pessoal e administrativas.

Tabela 03: Despesas trimestrais, 4º Tri 2019 a 4º Tri 2022

Despesas no DRE	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
<b>Despesas de Pessoal + Administrativas (R\$ milhões)</b>	<b>559</b>	<b>540</b>	<b>642</b>	<b>763</b>	<b>881</b>	<b>885</b>	<b>1.051</b>	<b>1.206</b>	<b>1.265</b>	<b>1.221</b>	<b>1.401</b>	<b>1.440</b>	<b>1.302</b>
YoY (%)					57,7%	64,0%	63,6%	58,0%	43,7%	37,9%	33,3%	19,4%	2,9%
<b>Total headcount</b>	<b>2.429</b>	<b>2.602</b>	<b>2.939</b>	<b>3.364</b>	<b>3.651</b>	<b>3.973</b>	<b>4.489</b>	<b>5.527</b>	<b>6.192</b>	<b>6.323</b>	<b>6.339</b>	<b>6.948</b>	<b>6.928</b>
YoY (%)					50,3%	52,7%	52,7%	64,3%	69,6%	59,1%	41,2%	25,7%	11,9%

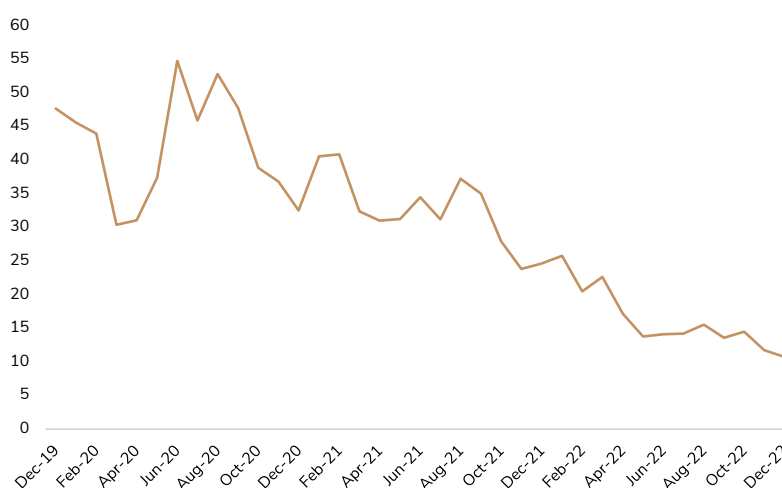
Receita por Funcionário Marginal LTM	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Receita líquida (R\$ milhões)	1.691	1.735	1.921	2.101	2.395	2.628	3.018	3.171	3.260	3.121	3.429	3.620	3.177
Δ Receita líquida LTM					704	893	1.097	1.071	865	493	411	449	(83)
Δ Headcount LTM					1.222	1.371	1.550	2.163	2.541	2.350	1.850	1.421	736
<b>Δ Receita líquida LTM / Δ Headcount LTM</b>					<b>576</b>	<b>651</b>	<b>708</b>	<b>495</b>	<b>340</b>	<b>210</b>	<b>222</b>	<b>316</b>	<b>(112)</b>

Como todo processo de expansão, em que se investe na frente para colher os frutos nos períodos seguintes, as despesas aceleraram muito, com a expectativa de uma receita cada vez mais forte no futuro. No entanto, não foi isso que aconteceu.

Devido ao cenário brasileiro, incertezas eleitorais, aumento de taxas de juros e ambiente macroeconômico global, a XP sofreu em seus resultados uma combinação cruel de abrupta desaceleração de crescimento de receita, principalmente trimestre a trimestre, com uma forte elevação de despesas, fruto de tal programa de contratações. Na própria Tabela 03, supracitada, verifica-se a perda de eficiência de receita (aqui, tratada como receita marginal por funcionário marginal) oriunda desse processo.

O sofrimento não foi só em termos operacionais: a XP também foi penalizada por um *derating* importante, devido a piores perspectivas de crescimento dos lucros e ao aumento do custo de capital. Entre o 2º semestre de 2021 até o final de 2022, seu múltiplo P/E<sup>3</sup> caiu de próximo de 30-35x para entre 10-11x.

Gráfico 01: P/E XP 12 meses Forward



<sup>3</sup> 12M à frente

Colocando-se em perspectiva, a Tabela 04 compara a performance das ações de outras empresas que tiveram decepções importantes de lucro em 2022. É razoável argumentar que, baseado somente nesses dados, a XP estaria no grupo de ações cuja reação do mercado foi, *vis a vis*, desproporcional à frustração gerada por um resultado pior que o projetado.

Tabela 04: Análise surpresa/frustração com resultado vs performance 2022

Empresa	XP	STNE	PAGS	NU	HAPV3	RDOR3	SBFG3	PETZ3	ALPA4
Lucro estimado 2022*	4.529	1.258	2.137	1.671	1.699	2.102	270	180	750
Lucro 2022**	3.579	491	1.491	(47)	382	1.281	178	135	550
Surpresa/Frustração	-21,0%	-61,0%	-30,2%	-102,8%	-77,5%	-39,1%	-34,1%	-25,0%	-26,7%
Performance ação em 2022	-49,9%	-46,9%	-68,4%	-58,8%	-51,1%	-34,0%	-43,2%	-61,8%	-59,2%

\*Lucro estimado pela Studio para 2022, ao final de 2021.

\*\*Estimativas, exceto XP e NU, cujos resultados do 4Q22 já foram divulgados

Estimamos que a diferença de lucro da ordem de R\$ 950 milhões – entre a expectativa ao fim de 2021 para 2022 e o lucro realizado da XP – pode ser atribuída a dois fatores: 1) 80% a uma frustração por despesas mais altas e 2) 20% a receitas mais baixas. Essa dinâmica poderia ter sido mitigada caso a XP tivesse identificado o cenário mais desafiador com mais assertividade e velocidade, mas compreendemos que essa percepção *ex-ante* é bastante mais difícil do que a análise *ex-post*. Mais recentemente, a empresa tem agido com maior senso de urgência para redução de despesas.

### Overhang

O Banco Itaú, após autorização do Banco Central em 2017, concluiu a compra de 49,9% do capital da XP Investimentos, avaliando a empresa em mais de R\$ 12 bilhões, via um aporte primário de R\$ 600 milhões e R\$ 5,7 bilhões em pagamentos aos acionistas vendedores. O acordo final ainda incluía a compra de uma participação de 12,5% a 19x o lucro de 2021, realizada em 2022.

Para o Itaú, a aquisição tinha como objetivo ter uma participação relevante em um futuro concorrente de peso, contornar a perda recente de clientes do segmento Personalité e economizar no desenvolvimento de uma plataforma virtual de investimentos. Para a XP, a princípio, os benefícios pareciam ainda maiores: o Itaú fornecia uma importante chancela de credibilidade, o que ajudou muito a tracionar o modelo de negócios.

Após o IPO da XP e sua forte valorização, multiplicando o investimento do Itaú em pelo menos 5 vezes em poucos anos, o banco começou a buscar maneiras de desinvestir, alegando, posteriormente, que o investimento era algo meramente financeiro. A aquisição original do Itaú tinha como objetivo ter uma opção de adquirir o controle da XP, mas posteriormente o CADE acabou proibindo o banco de dar esse passo adicional, este um grande motivo para caminhar na direção do desinvestimento. A alternativa mais eficiente encontrada foi vender parte a mercado, distribuindo aos acionistas do Itaú o restante das ações. Ou seja, por diferentes motivos e em diferentes momentos, haveria 46% (49,9%, ajustado pelo aumento de capital) da companhia a serem potencialmente vendidos a mercado, sendo aproximadamente 16% concentrados nas mãos do controlador, a Itaúsa.

Subestimamos o impacto desse *overhang*, criado com as sucessivas vendas (e/ou expectativa de venda) ao longo dos últimos 18 meses. Isso se materializou de duas maneiras distintas para o investimento em si:

1. O próprio aspecto técnico de ter um volume enorme da empresa à venda, com baixa previsibilidade em relação ao *timing*, reduz o apetite de investidores pela ação e deprecia seu preço, aspecto agravado em um mercado que vem perdendo liquidez;

2. Impactos reflexivos no próprio business: a XP é conhecida pelos planos remuneratórios agressivos em ações. Junto a uma deterioração no momento operacional, e com a moeda de troca cada vez mais depreciada, torna-se mais difícil manter e atrair talentos.

Atualmente, o Itaú ainda mantém 9.96% da XP e a Itaúsa 6.5%, o que juntos equivalem a cerca de R\$ 7,5 bilhões. Do outro lado, temos a XP, que possui um programa de *buyback*, cujo saldo remanescente é ao redor de R\$ 1 bilhão.

A dinâmica sugere que a Itaúsa segue vendendo as ações de maneira insensível a preço. Seus objetivos são eliminar suas ineficiências fiscais, com o ganho de capital da venda, e reduzir a sua alavancagem, com a entrada de caixa. Nossos cálculos sugerem que essa venda terminaria no 3º trimestre de 2023.

Em relação ao Itaú, temos mais dificuldades em avaliar se seriam vendedores nesse preço. Em se confirmando que existem investidores interessados em comprar o lote inteiro tão logo ele venha a mercado, o *overhang* estaria, assim, eliminado por completo.

### Surgimento de preocupações estruturais, e tese de longo prazo

É importante ressaltar que, apesar do que será exposto a seguir e da performance da ação, que cai quase 30% do preço do IPO, a XP entregou muito mais do que havia prometido. Naquela época, a companhia guiava para um CAGR de receita de 35% para os próximos anos, e uma margem média de 20%. Realizando esse cálculo, obteríamos R\$ 2,5 bilhões de lucro líquido em 2022, em contraste aos aproximadamente R\$ 3,6 bilhões que foram entregues.

Assim como para qualquer empresa, independentemente do mérito, em momentos operacionais e de mercado mais difíceis é bastante comum surgirem questionamentos anteriormente menos discutidos. No caso da XP não foi diferente.

O pano de fundo, como aqui já mencionado, foi a grande desaceleração de crescimento de receita, que teve excelente performance nos anos anteriores, em um momento no qual a empresa investiu recursos vislumbrando um crescimento que não ocorreu. Essa combinação fez com que o lucro, que cresceu 92% e 73% em 2020 e 2021, respectivamente, aumentasse menos de 5% em 2022.

1. Qual o nível de ROE sustentável da companhia, o ROE marginal baixo em 2022 é estrutural? A empresa é de fato intensiva em capital, precisando reter parte importante do lucro para sustentar seu crescimento?

Tabela 05: Evolução trimestral do lucro, patrimônio líquido, e ROEs da XP

ROE Marginal XP	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Lucro líquido recorrente (R\$ milhões)	405	398	540	541	602	734	931	936	991	854	913	1.031	783
Patrimônio líquido (R\$ milhões)	7.156	7.607	8.145	8.671	10.898	11.553	12.591	13.431	14.420	15.541	16.296	17.468	17.042
ROE (%)		21,5%	27,4%	25,8%	24,6%	26,2%	30,9%	28,8%	28,5%	22,8%	22,9%	24,4%	18,2%
<b>ROE Marginal (%)</b>		<b>-6,2%</b>	<b>106,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>11,0%</b>	<b>80,4%</b>	<b>75,9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>22,0%</b>	<b>-48,7%</b>	<b>31,0%</b>	<b>40,4%</b>	<b>233,0%</b>
<b>ROE Marginal LTM (%)</b>					<b>21,2%</b>	<b>34,1%</b>	<b>35,2%</b>	<b>33,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>-31,7%</b>

É importante lembrar, nessa análise, que a comparação com outros *peers* – notadamente grandes bancos e BTG – precisa ser ponderada pelo fato de a XP operar muito menos alavancada. O Índice de Basiléia do conglomerado financeiro,

em nossa análise, gira próximo de 27% de CET1, *versus* 12%-14% dos demais. Essa diferença, hoje por volta de R\$ 6,5 bilhões em excesso de capital, levaria a companhia para níveis de 33%-35% de ROE nos últimos 2 trimestres, se ajustada no lucro e no valor patrimonial.

É inegável que o momento atual do ciclo é muito ruim, e, nesse período, foram feitos desembolsos de caixa inesperados. Tudo mais constante, seria razoável imaginar a companhia capaz de gerar ROEs perto de 40% (ajustados por uma eventual alavancagem, ainda que a XP não o faça).

Na ausência de eventos extraordinários, grande parte desse caixa estaria disponível para retorno aos acionistas e/ou reinvestimentos no próprio negócio.

## 2. Trajetória do *revenue yield* e perfil marginal de captação

Na Tabela 06 é apresentada a evolução trimestral dos *revenue yields*, destacando as quedas em 2022. O *revenue yield* consolidado acaba sofrendo menos por conta das receitas das novas verticais, que não necessariamente têm relação com o *net new money*.

Tabela 06: Evolução trimestral dos *revenue yields*

<i>Revenue Yields</i>	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Receita Bruta	1,62%	1,67%	1,68%	1,72%	1,62%	1,67%	1,68%	1,72%	1,55%	1,68%	1,72%	1,43%
Varejo					1,34%	1,43%	1,45%	1,49%	1,23%	1,40%	1,33%	1,22%
Equities					1,76%	1,72%	1,79%	1,80%	1,54%	1,56%	1,71%	1,49%
Renda Fixa					1,17%	1,24%	1,24%	1,16%	0,88%	1,06%	0,80%	0,61%
Plataforma de Fundos					0,77%	0,88%	0,87%	0,79%	0,63%	0,92%	0,61%	0,62%
Previdência					0,52%	0,56%	0,57%	0,65%	0,61%	0,62%	0,60%	0,63%

A conclusão é que a empresa não foge do aspecto cíclico do mercado de capitais. Em momentos de menor apetite a risco, aumento do custo do capital e taxas de juros, podemos identificar dois grandes efeitos que ajudam a explicar 2022:

- Migração de recursos de bolsa, fundos de renda variável e multimercados para fundos de renda fixa, tesouro direto e letras financeiras privadas: por natureza, a taxa cobrada no primeiro grupo é maior, logo o movimento afeta negativamente os *revenue yields*,
- A própria renda fixa gerou, no período, um incentivo para os investidores encurtarem a *duration* de suas aplicações, pois os vencimentos mais curtos pagaram mais juros que os mais longos. Como a remuneração é normalmente baseada em *basis points vezes duration*, o *revenue yield* de renda fixa, nesse cenário, também cai. Enquanto o juro se mantiver como está, não deve ocorrer mudança significativa na renda fixa.

Além disso, nosso acompanhamento sugere que toda a captação marginal atual destina-se a aplicações mais conservadoras. Com isso, é razoável esperar quedas de *revenue yields* em um horizonte de curto a médio prazo, ainda que não haja muito que a XP possa fazer, do ponto de vista micro, para conter esse processo natural de mercado.

## 3. O *turnover* da empresa é elevado?

Excluindo-se o efeito de curto prazo, com um aumento no ritmo de demissões a fim de se preparar para tempos mais difíceis, o *turnover* da XP gira entre 5% a 10% ao ano, níveis normalmente saudáveis e compatíveis com a realidade da indústria e do país. Dito isso, a maior mudança de líderes e pessoas importantes tem sido fonte de preocupação e motivo

relevante para a redução do nosso investimento, afinal de contas a XP é uma empresa essencialmente de serviços, logo dependente especialmente das pessoas.

### Os preparativos para 2023

O ano de 2023 será desafiador para as plataformas de investimentos como um todo, pois provavelmente os ventos de longo prazo do *financial deepening* continuarão soprando com menor intensidade.

Além das demissões supracitadas, a XP também ajustou bastante o seu discurso, priorizando rentabilidade, geração de caixa, e potenciais ajustes futuros no quadro de pessoal, em função da evolução da receita, quando antes o discurso principal era de crescimento.

De maneira mais objetiva, a companhia tem um *guidance* de expansão de margem EBT de 2023 vs 2022, que rodou no patamar médio de 30.5% de 2019 a 2021, e caiu para 25.8% em 2022. Apesar da margem EBT (ou também margem líquida) não ser a melhor métrica para observarmos a evolução de rentabilidade<sup>4</sup>, vemos com bons olhos o discurso mais enfático e a maior preocupação com custos e despesas.

Apesar do momento de mercado mais desafiador, vemos a XP negociando a 10x P/E 23, o que julgamos ser um *valuation* muito barato *versus* as oportunidades de crescimento que a companhia pode ter adiante. Uma empresa com crescimento sustentável entre 12 e 15% ao ano e ROE perto de 30%, teria um P/E justo<sup>5</sup> entre 16 e 19x. Temos informações financeiras da XP desde 2016: de 2016 a 2021, a empresa teve CAGR<sup>6</sup> de receita de 48% e de lucro de 56%, e ROE reportado médio de 29%. Colocando-se de outra forma, o crescimento implícito na ação da XP hoje é de apenas 2% nominal, considerando que tem um ROE recorrente de 30% e P/E de 10x.

O *market share* da empresa no mercado de investimentos ainda é baixo, e a proposta de valor permanece relevante: prova disso é que, mesmo em anos de muito vento contra, como 2022, a plataforma seguiu ganhando participação de mercado.

Tabela 07: Market Share XP x Varejo

	2019	2020	2021	9M22
<b>Varejo - Produtos Tradicionais</b>	<b>3263</b>	<b>4201</b>	<b>4502</b>	<b>4907</b>
Varejo	968	1447	1526	1677
Varejo - Alta Renda	988	1129	1254	1357
Private	1307	1625	1722	1874
<b>XP - AuC Varejo, ex-Prev.</b>	<b>252</b>	<b>410</b>	<b>641</b>	<b>737</b>
<i>Market share (%)</i>	7,7%	9,7%	14,2%	15,0%

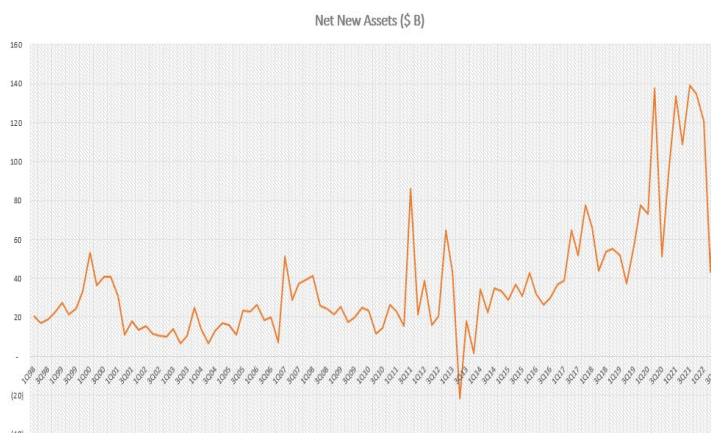
<sup>4</sup> Por conta dos regimes tributários de reconhecimento da receita no Brasil e fora do Brasil, que as distorcem e perdem comparabilidade dependendo do mix de receitas entre os anos.

<sup>5</sup> Múltiplo justo calculado pelo Modelo de Gordon, com  $K_e = 12\%$  e  $g$  igual a inflação de 4%.

<sup>6</sup> CAGR: Taxa de crescimento anual composta, é a taxa de retorno constante ao longo do período de tempo, geralmente de um investimento.



Estudando a longa história da Charles Schwab em busca de alguma referência para a “novata” XP, chama a atenção a consistência de captação da plataforma: houve somente um trimestre de captação negativa (3º Tri de 2013, à época do *Taper Tantrum*), mesmo com os Estados Unidos tendo passado por três grandes crises<sup>7</sup>. Essa consistência mostra a força da proposta de valor do produto, associada à dinâmica secular da mudança da natureza da intermediação financeira nos Estados Unidos, reduzindo o *market share* dos bancos.



As maiores preocupações com as dinâmicas de curto prazo e com as questões relacionadas às pessoas nos levaram a zerar nossa posição, mas, somando-se o grande potencial de crescimento, retorno sobre o capital alto e sólida vantagem competitiva, derivada principalmente do canal de distribuição, a XP continua sendo uma importante candidata a estar entre as posições do fundo.

## Hapvida

No início de 2022, escrevemos sobre o investimento em Hapvida, mostrando nossa visão sobre a tese e racionalizando a manutenção do investimento, mesmo sendo um dos maiores detratores do fundo em 2021 ([link aqui](#)). Infelizmente utilizaremos esse espaço para o mesmo objetivo esse ano, dessa vez abordando onde erramos e o que projetamos para frente, ao invés de detalhes operacionais da companhia.

Em 2021, a Hapvida decepcionou sob duas óticas principais: crescimento e rentabilidade. Entendíamos que grande parte dos problemas eram conjunturais e que a volta do setor aos trilhos, combinada à extração das sinergias da fusão com a Notredame Intermédica, justificavam o investimento, mesmo considerando-se o momento operacional complexo. Olhando em retrospecto, o resultado de 2022 foi consideravelmente pior do que esperávamos: um EBITDA cerca de 50% abaixo das nossas projeções iniciais e da expectativa do mercado à época, explicando a performance da ação.

Discutiremos a seguir os dois principais pilares da tese e, ao final, exporemos as razões de a Hapvida permanecer como um investimento do fundo.

## Crescimento

Na carta supracitada, comentamos que a empresa combinada decepcionou em 2021, com um crescimento anêmico, enquanto o mercado de saúde voltava a acelerar depois de anos estagnado. Naquele momento, atribuímos tal fato à rentabilidade extraordinária que os competidores tiveram em 2020, julgando que seria um momento passageiro, não afetando a dinâmica de longo prazo da companhia. Após um ano, nossa convicção nesta tese só aumentou, e os últimos trimestres deram bons sinais de que a companhia está na direção correta, voltando a aumentar a participação de mercado.

<sup>7</sup> Estouro da bolha da Nasdaq (2000–2002), a crise de 2008 e a crise do Covid-19 (2020).

Por outro lado, a trajetória tem sido mais longa – o fôlego dos competidores durou mais do que o esperado, com a situação piorando antes de, do ponto de vista da Hapvida, melhorar.

Tabela 08: *Market Share* Hapvida Regional

UF	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q22 x 1Q22
<b>TOTAL</b>	18,0%	18,0%	17,8%	17,9%	17,7%	17,9%	18,0%	0,3%
<b>Alagoas</b>	20,9%	21,3%	21,4%	21,7%	21,6%	23,7%	24,0%	2,4%
<b>Amazonas</b>	47,5%	47,9%	48,4%	49,0%	48,8%	49,3%	49,0%	0,2%
<b>Bahia</b>	25,3%	25,2%	25,3%	25,2%	24,8%	25,4%	25,8%	1,0%
<b>Ceará</b>	43,2%	43,4%	43,7%	45,4%	45,8%	46,5%	46,9%	1,1%
<b>Goiás</b>	30,7%	29,8%	27,0%	27,3%	27,2%	27,5%	27,8%	0,6%
<b>Maranhão</b>	24,0%	23,7%	23,8%	23,6%	23,9%	25,1%	25,3%	1,4%
<b>Mato Grosso do Sul</b>	16,1%	16,7%	16,6%	16,3%	16,1%	16,2%	16,4%	0,2%
<b>Minas Gerais</b>	16,8%	16,7%	16,9%	16,9%	16,4%	16,2%	15,9%	-0,5%
<b>Pará</b>	26,4%	26,9%	27,1%	26,9%	26,2%	26,3%	26,3%	0,1%
<b>Paraná</b>	9,6%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,1%	8,9%	-0,4%
<b>Pernambuco</b>	38,0%	38,0%	38,0%	37,9%	37,7%	37,8%	37,6%	-0,1%
<b>Rio de Janeiro</b>	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%	0,2%
<b>Rio Grande do Norte</b>	29,1%	28,3%	28,1%	29,8%	31,0%	32,2%	32,6%	1,5%
<b>Rio Grande do Sul</b>	8,7%	8,6%	8,5%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	0,0%
<b>Santa Catarina</b>	12,6%	13,0%	13,2%	13,1%	11,9%	12,6%	12,7%	0,8%
<b>São Paulo</b>	21,5%	21,4%	20,9%	21,1%	20,9%	21,1%	21,2%	0,3%
<b>Sergipe</b>	27,3%	26,8%	26,9%	27,7%	27,8%	29,3%	29,7%	1,9%
<b>Ex Recém Adquiridas (MG + PR + RS)</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>0,5%</b>

Desde março/2022, pior momento do ano, a Hapvida vem ganhando *market share* de forma consistente, ainda mais se excluirmos da conta as praças recém adquiridas (Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul). A integração desses ativos é uma das nossas maiores preocupações atualmente, e adiante aprofundamos esse tema.

## Rentabilidade

Relembrando novamente a discussão anterior, a normalização da sinistralidade passava por dois componentes: estabilização dos custos, após sucessivos choques causados pela pandemia, e reajustes de preços aos clientes. Ambos, detalhando a seguir, foram piores que nossas estimativas.

Do ponto de vista de custo, nossa expectativa era de manutenção da relação custo/vida, com o arrefecimento dos gastos relacionados à pandemia da Covid-19 compensados parte por uma retomada de procedimentos diversos, parte por algum reajuste inflacionário. Olhando cada componente dessa projeção, de fato os menores efeitos da pandemia contribuíram positivamente para os custos. Porém, tanto relatos de diversas empresas do setor indicam uma frequência muito mais alta do que o esperado, quanto uma inflação, surpreendendo negativamente, mais que compensaram o resultado. Ainda assim, a relação custo/vida reportada ficou dentro do esperado, provavelmente com sinergias da fusão e produtos mais verticalizados ganhando representatividade no total<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Chegamos a essa conclusão baseados no fato que o custo/vida em outras operadoras subiu mais que na Hapvida + Intermédica.

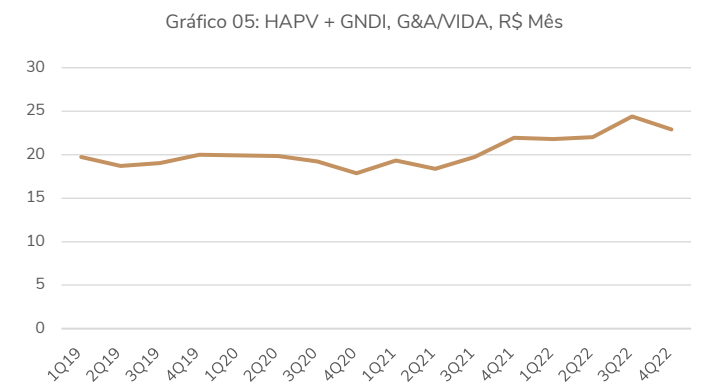
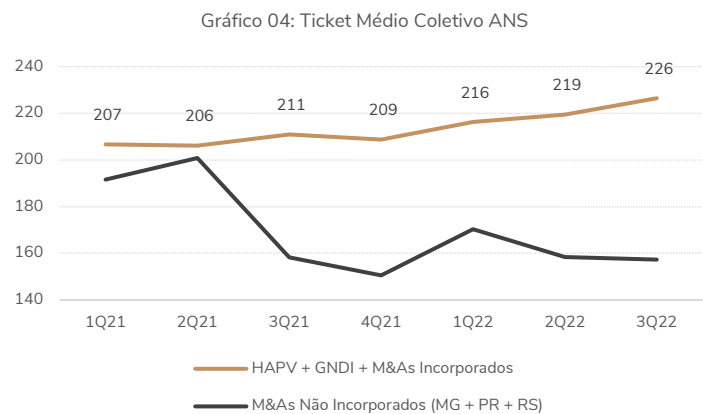
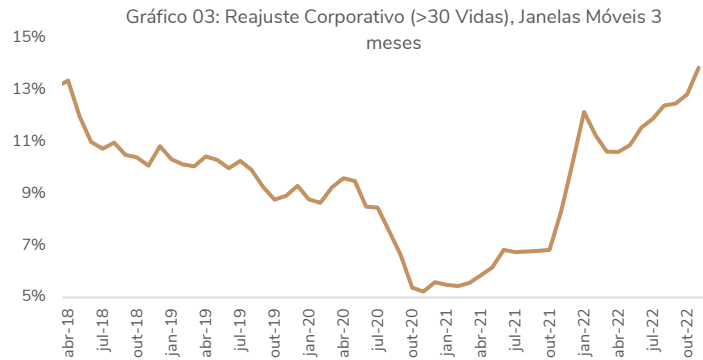
Por outro lado, o reajuste do *ticket* médio foi muito abaixo de nossas expectativas, causando uma grande revisão na receita projetada e, por fim, impactando fortemente a rentabilidade. Dois fatores principais explicam o tema: maior demora por parte do setor em fazer aumentos mais agressivos e, do nosso lado, a subestimação do impacto da integração dos ativos.

Embora fosse clara a necessidade de aumentos nos valores dos planos, a verdade é que isso ocorreu somente a partir de maio de 2022, após o anúncio pela ANS do reajuste dos planos individuais e a piora abrupta da rentabilidade do setor. Nossa impressão era de que essa reação seria mais urgente.

As empresas recém adquiridas também impactaram o resultado de forma relevante, com o processo de integração dando indícios de fricção ao ponto de prejudicar o consolidado, mesmo sendo pouco representativo. Tomando-se os dados na ANS para os planos coletivos, pois o reajuste da carteira individual é controlado pela agência, e excluindo os *M&As* recentes (MG + PR + RS), percebemos que os ativos maduros estão reprecificando em linha com o que imaginávamos, ainda que com curso diferente.

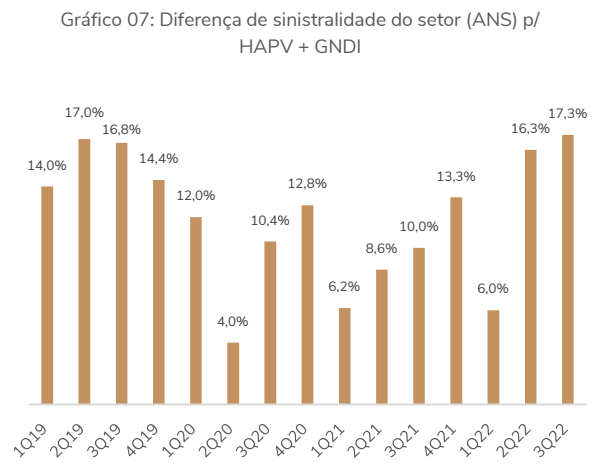
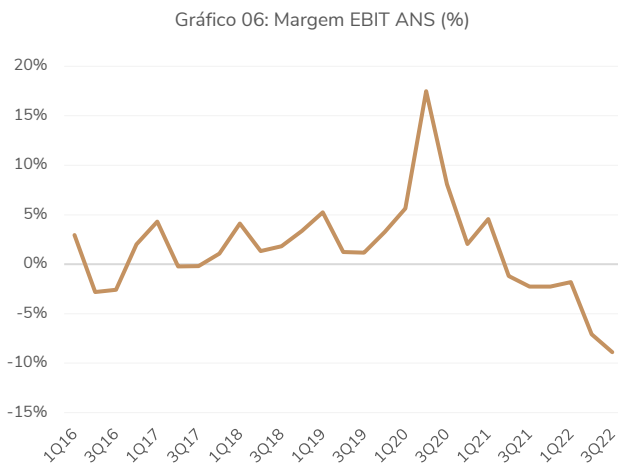
Em relação às operações recém-adquiridas, nossa principal hipótese para explicar tanto a perda de *market share* quanto a frustração de *ticket* é o impacto causado pelas medidas usualmente adotadas para normalizar a rentabilidade dessas operações, em especial a apuração da base original e o aumento de verticalização pós-incorporação. Nesse processo, geralmente os planos com maior liberdade de escolha são substituídos por produtos com gerência maior da Hapvida, que têm preço médio menor.

Além da dificuldade na integração dos ativos adquiridos, que já discutimos, esperávamos uma integração bem mais suave das duas empresas pós-fusão. Além da saída de vários executivos-chave, principalmente da Intermédica, percebemos um descontrole nas despesas administrativas, o que pode indicar deseconomia de escala e dificuldade na unificação de processos internos.



## Investimento

Apesar dos nossos erros e da forte depreciação do preço da ação, a tese continua sendo uma das posições do fundo: acreditamos na contínua melhora da rentabilidade nos próximos trimestres e, na nossa visão, o estrutural continua intacto. O que nos dá confiança na normalização é a própria situação da indústria, como podemos ver a seguir. Não é uma opção para os competidores segurar reajustes, já que grande parte está tendo prejuízo. A margem consolidada do setor nunca foi tão negativa (Gráfico 06) e o diferencial da sinistralidade da Hapvida para a média do setor voltou para os níveis de 2019 (Gráfico 07).



Com relação às integrações das adquiridas, dois executivos-chave da Hapvida foram alocados como diretores operacionais nos três estados deficitários, o que demonstra o grau de preocupação com que a empresa está lidando com a situação. Somado a isso, a empresa vem indicando melhora das despesas administrativas para 2023, com o início da extração de sinergias.

Ficaram, principalmente, dois aprendizados pro futuro, aprimorando nosso processo de investimento:

1. Maior atenção ao curto prazo, afinal de contas não percebemos o aumento do risco com a mudança de humor do mercado;
2. A tese, há um ano, era bastante dependente das sinergias da fusão, que têm uma natureza muito incerta. Dito isso, nossa percepção hoje é que a margem de segurança do investimento era bem menor do que achávamos.

O *valuation* hoje nos parece bastante atrativo, pois não pagamos por nenhuma sinergia advinda da fusão, cenário bem oposto do que enxergávamos em 2021, enquanto acreditamos que a empresa irá recompor gradualmente sua rentabilidade nos próximos anos. No entanto, dada a constante decepção dos resultados recentes em relação ao que prevíamos, carregamos uma posição menor em nossos fundos, enquanto buscamos mais evidências de que a nossa tese está na direção correta.

## Eletrobrás

Dentre as contribuições positivas de 2022, optamos falar do nosso investimento em Eletrobrás. Acompanhamos as etapas de análise e aprovação pelo TCU (Tribunal de Contas da União) até a sua privatização em meados de 2022. À época, entendíamos que o processo de privatização geraria um movimento relevante de preço, pois o risco da empresa cairia de forma importante, atraindo muitos novos investidores, processo assim ocorrido até início de novembro último. Desde então, os ruídos políticos impactaram a performance da ação, gerando, em nossa visão, uma oportunidade atípica de capturar um alto nível de retorno para um risco que consideramos substancialmente menor *vis a vis* outros ativos da nossa carteira. Aumentamos nossa posição no final de 2022 e, atualmente, Eletrobrás é um dos nossos maiores investimentos.

A Eletrobrás é a maior empresa de energia renovável da América Latina, possuindo ativos continentais: 30% da capacidade de geração no Brasil e 45% de todas as linhas de transmissão nacionais. Ambos segmentos têm receitas indexadas à inflação, com mais de 30% do valor da empresa compreendendo indenizações a serem pagas por todos os consumidores de energia do país até 2028<sup>9</sup> em suas contas de luz, portanto um risco de crédito muito baixo e pulverizado.

A empresa se tornou uma *true corporation* após a conclusão do processo de capitalização, com uma oferta no valor de R\$ 33,7 bilhões, a segunda maior da história no Brasil. Neste processo, o governo teve sua participação diluída, apesar de ainda relevante – de 72% para 43% das ações ordinárias –, com a colocação de diversos mitigadores de governança, que explicaremos a seguir.

Feita a privatização, a companhia assinou novos contratos de concessão, estendendo o prazo por mais 30 anos, migrando as usinas sob regime de cotas<sup>10</sup> para produção independente, vendendo energia a preços livres.

Em contrapartida, a Eletrobrás assumiu o compromisso de

pagar o exposto na Tabela 09. Nela, nota-se que a privatização da empresa gerou um benefício de R\$ 67 bilhões para a sociedade, sendo R\$ 33,7 bilhões em redução de tarifas.

Na sequência, explicaremos a nossa tese, discutiremos os principais riscos, a performance pós-privatização e o porquê de a empresa continuar sendo um dos principais investimentos da Studio.

## Nossa Tese de Investimentos

Hoje a Eletrobrás é a maior taxa interna de retorno do portfólio. Nas nossas premissas, o investimento tem 20% de retorno real ao ano. No entanto, nenhuma ação negocia com esse nível de retorno sem que seu risco seja percebido como alto.

Tabela 09: Valor total pago pela privatização, R\$ bilhões

Bônus de outorga	26,6
Compromissos com a CDE - redução tarifária	33,7
Obrigações com revitalizações de bacias hidrográficas	6,6
<b>Valor Total pago pela privatização - R\$ bi</b>	<b>66,9</b>

<sup>9</sup> RBSE

<sup>10</sup> Eletrobrás tem 7,5 GWm chamados de "cotas" que recebiam uma remuneração em R\$/MWh muito abaixo dos preços praticados pelo mercado. Foi uma tentativa de reduzir a inflação do Brasil (sendo o custo de energia um dos itens de peso relevante) instituída em 2012 pela Lei 12.783, no governo Dilma.

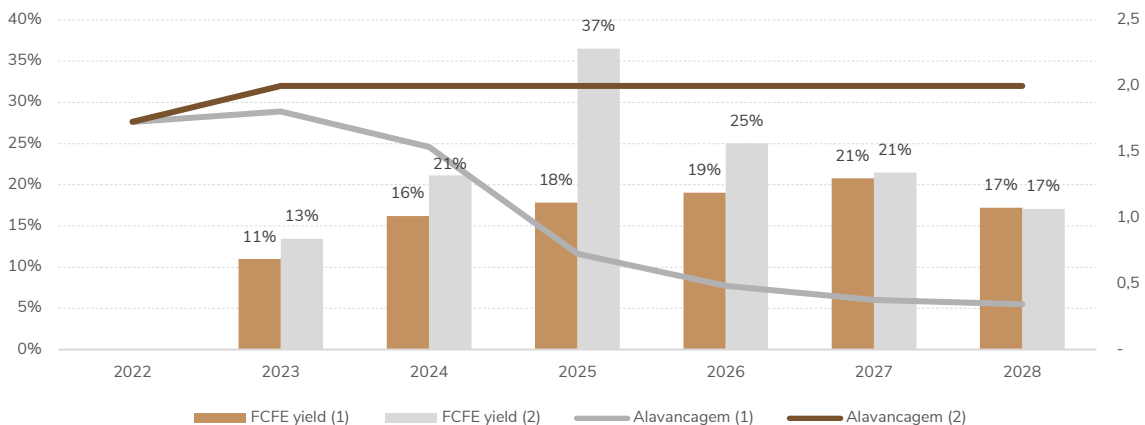
Como supracitado, a natureza do negócio da Eletrobrás é de pouco risco: 50% da empresa é transmissão, setor de menor risco da bolsa brasileira, e 50% é geração, que naturalmente tem mais incerteza de preço, mas longe da maioria dos setores da Bolsa.

Ressalte-se também que os principais e mais sensíveis temas para viabilizar o *turnaround* da empresa foram aprovados em assembleia de acionistas, sem interferência maior da União, já estando em execução pela nova diretoria e conselho. Tais medidas parecem de fácil implementação, com três frentes principais: 1) redução de custos e despesas operacionais, 2) reestruturação societária, a fim de gerar maior eficiência fiscal, e 3) redução das contingências dentro e fora do balanço.

Reconhecemos que a empresa tem ainda um longo percurso para o seu *turnaround*, mas acompanhamos com otimismo os primeiros passos, tais como: 1) A eleição da nova diretoria e do novo conselho de administração, todos de perfil técnico, aumentando as chances de uma gestão eficiente; 2) O bem sucedido programa de demissão voluntária, com alta adesão, reduzindo em R\$ 1 bilhão o custo com pessoal por ano; 3) A aprovação de um novo mecanismo de remuneração da diretoria e do conselho, que garante incentivo e alinhamento, como os competidores privados; 4) Anúncio de um programa de recompra das ações, equivalente a 10% das ações; 5) Autorização em assembleia para reestruturação societária, visando a buscar eficiência fiscal e operacional.

Um ponto que chama bastante nossa atenção, e que vemos como um caminho de *re-rating*<sup>11</sup>, é a combinação da forte geração de caixa e baixa alavancagem que a empresa apresenta para os próximos anos, que deverá se refletir em robustos dividendos, inclusive superiores aos do seu mercado, ainda que consideremos algum crescimento orgânico ou inorgânico. Esta forte geração de caixa é fruto, principalmente, da somatória de corte de custos com fluxo de indenizações dos consumidores de energia.

Gráfico 08: FCFE yield (esquerda) x Alavancagem (direita)



Por fim, em comparação com a Engie, acreditamos que o prêmio de *valuation* entre as empresas deveria ser comprimido com uma maior visibilidade sobre a distribuição da geração de caixa, além de uma dissipação dos ruídos de

<sup>11</sup> O termo re-rating ou reclassificação no mercado de ações significa que os investidores estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações, antecipando lucros mais elevados no futuro.

interferência política. Ambas possuem *duration* parecida e grande dependência do preço de energia, porém a Engie negocia perto de 9% de TIR real e a Eletrobrás de 20%, diferença que nos parece incompatível com os negócios.

Mas se o perfil de risco do negócio é abaixo da média, por que o risco percebido pelo mercado está tão alto?

### Preço de energia: uma enorme quantidade de energia não contratada

Com o fim do regime de cotas, a Eletrobrás terá uma quantidade considerável de energia para recontratar nos próximos cinco anos (10% da demanda de energia do Brasil). Esse é, atualmente, o ponto mais crítico da tese, especialmente pelo atual período, de hidrologia bastante favorável e preços baixos.

Conceitualmente, os preços de mercado podem ser divididos em três momentos distintos, baseados no custo de oportunidade do gerador *versus* a aversão de risco do consumidor:

1. O preço de energia de curto prazo (até 2 anos): altamente correlacionado com a hidrologia e nível dos reservatórios, que tiveram uma melhora bastante significativa nos últimos meses, levando-os a patamares bem baixos<sup>12</sup>.
2. O preço de energia de médio prazo (2 a 5 anos): relacionado com o balanço estrutural do sistema de oferta e demanda de energia, em sobreoferta hoje.
3. O preço de energia de longo prazo (> 5 anos): dependente do custo de expansão de novos projetos, cujas variáveis foram pressionadas recentemente<sup>13</sup>.

### Preço de Curto Prazo

Após um ano muito fraco de chuvas como 2021, 2022 foi marcado por um bom período úmido (níveis próximos da média histórica), o que levou os reservatórios para níveis confortáveis e PLD para próximo do mínimo. O atual período chuvoso de 2023 tem sido novamente generoso até então, o que trouxe a expectativa que o preço ficará no mínimo pelo menos até o fim do ano. Depois de tanto tempo com o preço de curto prazo próximo ao mínimo, é compreensível o grande pessimismo, mas acreditamos que esse período mais longo de PLD na mínima (demonstrado no Gráfico 10) tem muito mais relação com a

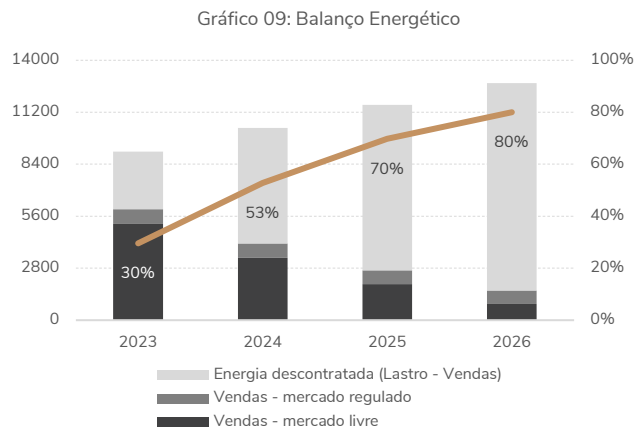
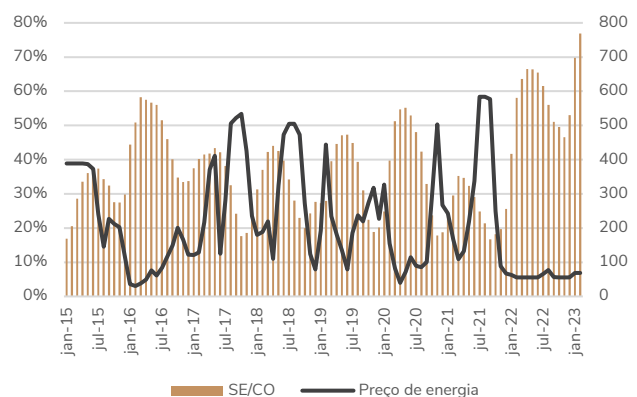


Gráfico 10: Nível de reservatórios (%) vs Preço de energia



<sup>12</sup> Esse cenário pode ser ainda potencializado quando o operador do sistema incluir o crescimento das placas solares nos telhados no modelo de precificação da energia

<sup>13</sup> Dólar, taxa de juros e preços de commodities

hidrologia favorável do que com o excesso de oferta tratado a seguir. Considerando-se o aspecto imprevisível das chuvas, somado à menor representatividade dos reservatórios no Brasil, esse cenário de preço no piso no horizonte visível pode mudar com alguma rapidez. Lembrando que, há um ano e meio, estávamos com grande risco de falta de energia.

Considerava-se, durante todo 2021, um possível racionamento por falta de reservas de água, levando o Operador Nacional do Sistema, ONS, a despachar, para fins de garantia energética e fora da ordem do mérito<sup>14</sup>, um volume grande de energia termelétrica, entre abril de 2021 a abril de 2022. Essa energia poupou cerca de 20% do reservatório que fechamos o ano. Apesar do custo de R\$ 17 bilhões aos consumidores, tal ação evitou que permacêssemos, até hoje, em uma situação bastante frágil.

Adicionalmente, na década seguinte ao racionamento de energia em 2001, os reservatórios se mantiveram em níveis altos de forma geral<sup>15</sup> e as geradoras, durante esse período, conseguiram renovar seus contratos de energia a preços muito mais ancorados ao custo marginal de expansão do que ao PLD.

#### Preço de Médio Prazo

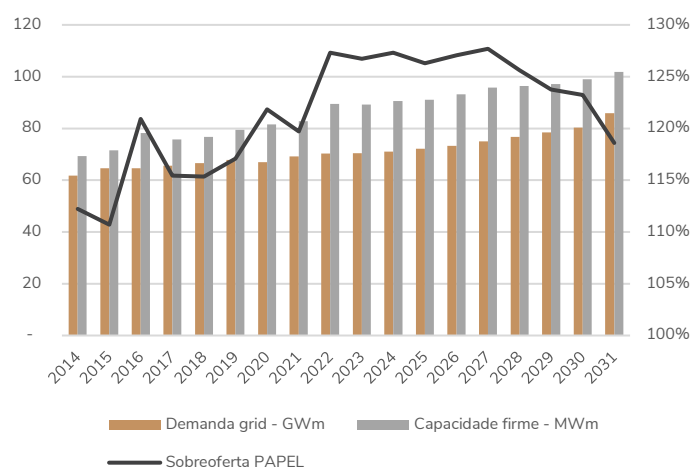
O pano de fundo do cenário de médio prazo é de excesso de oferta, consolidado por uma demanda de energia que quase não cresce e vem sendo consumida pela expansão do fenômeno da geração distribuída (placas solares nos telhados das casas, principalmente residenciais). Com o objetivo de aprofundar-se no assunto, fizemos uma análise de oferta e demanda de energia com base nos dados do Plano Decenal de Expansão Energética 2031, elaborado pela Empresa de Pesquisa Energética e com os dados da Aneel (regulador do setor de energia).

A análise confirma a visão de excesso de oferta no mercado de energia para os próximos anos. Poderiam alterar esse panorama: um crescimento de demanda mais forte que o esperado ou, como historicamente já aconteceu, frustração na entrada dos novos projetos contratados.

O Gráfico 11 mostra que o normal é termos uma sobreoferta estrutural, afinal o modelo é desenhado para esse objetivo. Parece haver uma oferta mais alta entre 2022 e 2025, com a dinâmica normalizada depois. Vale frisar, novamente, que quase tivemos racionamento em 2021, quando a oferta estrutural foi 120% da demanda.

Um argumento, por ora mais conceitual, precisando ainda ser testado, é o poder de preço que a Eletrobrás pode ter, por ser o maior *player* do setor. A não contratação de parte relevante da energia livre da companhia, em 2024 por exemplo, poderia levar o mercado a ficar *short* em contratos imediatamente.

Gráfico 11: Cenário-base sobreoferta



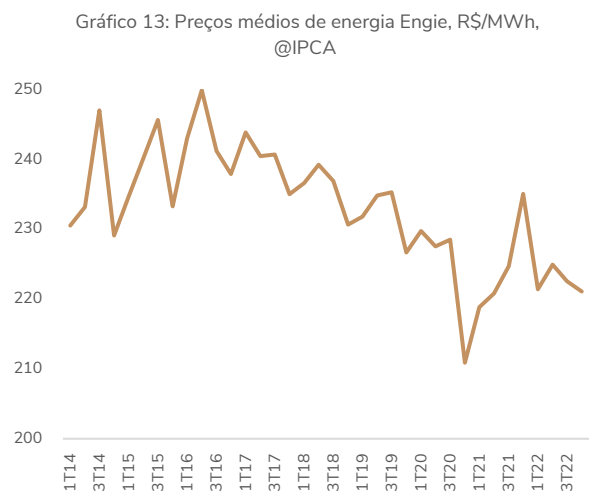
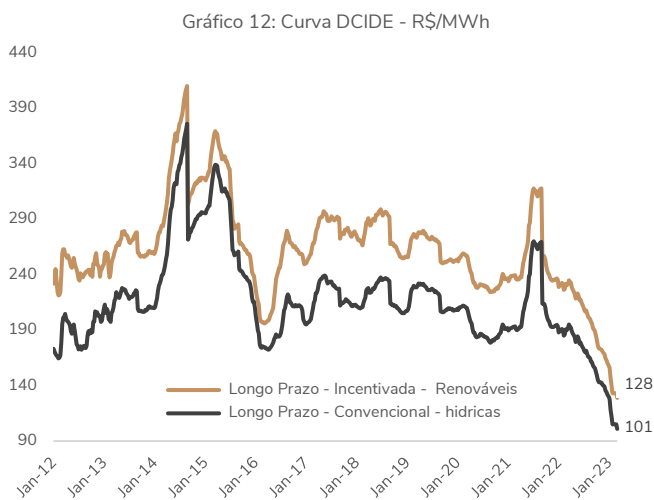
<sup>14</sup> Usinas que são chamadas a operar mesmo tendo custo variável unitário (CVU) maior que o recomendado pelo modelo do Operador Nacional do Sistema

<sup>15</sup> Houve uma relevante queda da demanda pós racionamento



Além disso, acompanhamos a evolução das estimativas de preços de energia comercializados pelos agentes, através da plataforma DCIDE. Por toda a série histórica (Gráfico 12), o preço cai em termos reais, sendo muito importante acompanhar se esta tendência persiste.

Neste cenário competitivo, faz muita diferença o time e a política de comercialização. Um exemplo bom desse ponto é apresentado no Gráfico 13: a Engie tem um longo histórico de contratação da energia a preços acima da média de mercado. Esperamos que a Eletrobrás passe também a atuar com pequenos e médios industriais, assim como no varejo, elevando o preço médio da energia vendida.



### Preços de Longo Prazo

Para o longo prazo, estimamos qual deve ser o *breakeven* de preço de energia para atingir um retorno real de 10%, associada às premissas atuais<sup>16</sup>. Esse estudo nos retornou R\$ 242/MWh para energia eólica e R\$ 230/MWh para solar. Logo, a não ser que tenhamos uma redução nos níveis atuais de CAPEX, o que não consideramos provável pelos próximos anos, o sinal de preço de curto prazo está totalmente desconectado do custo marginal de expansão. E, caso estejamos corretos, o preço deveria convergir dos atuais R\$ 140/MWh (DCIDE Jan/23) para algo mais próximo dos R\$ 235/MWh para que, no longo prazo, tenha crescimento de oferta. Outro ponto que corrobora com a tese de preços mais altos no futuro é o ganho de relevância de fontes intermitentes na matriz, como renováveis, aumentando-se a necessidade de geração despachável, como térmicas a gás, que tem custos marginais de operação maiores.

Agora, por que essa energia nova está sendo construída e ofertada independentemente da necessidade do mercado, que está claramente sobreofertado? Subsídios, sendo que alguns deles têm data para acabar, gerando uma desenfreada *corrida do ouro*, além da crença de que o preço de longo prazo respeitará o fundamento, tornando os projetos viáveis.

Concordamos que esse risco de preço é o mais relevante nesse momento. No entanto, mesmo considerando um cenário estressado de preços para o curto prazo e perpetuando preços baixos para o longo prazo, o *downside* parece

<sup>16</sup> Foram consideradas nesses estudos as seguintes premissas, respectivamente para eólica e solar: CAPEX/MW de R\$ 6MM/MW e de R\$ 4MM/MW, taxa de financiamento de IPCA + 7% a.a. e IPCA de 4% a.a., e fatores de capacidade de 45% e 30%.

limitado, como mostra a Tabela 10. Nosso cenário-base está considerando preço de R\$100/MWh até 2025 e R\$150/MWh à frente.

### Reestatização

Quando escrevemos nossa carta mensal de Junho/22, com a Eletrobrás recém privatizada, acreditávamos que as eleições trariam ruídos que seriam logo dissipados, pois os mitigadores impostos no novo estatuto social da companhia a blindavam de cenários como uma possível reestatização. Em que pesem a continuação dos ruídos, nossa opinião não mudou: todos os possíveis caminhos que revertem a desestatização da empresa representam uma quebra de contrato sem precedente na história recente do país. Reconhecemos que não há contrato perfeito, mas entendemos que os *checks and balances* das instituições brasileiras vão seguir em um caminho muito menos traumático que tal ruptura. Todo processo de capitalização foi amplamente debatido, aprovado pelo Congresso e TCU, discutido em audiência pública, com o BNDES conduzindo os estudos e a modelagem. Ao final, 370 mil trabalhadores investiram na empresa, com a utilização de seus FGTS.

Como falamos acima, acompanhamos o intenso envolvimento do TCU no processo de privatização. A anuência do Tribunal confere a legalidade e legitima os atos de governo, com o órgão se envolvendo em todos os aspectos importantes do processo, e a votação aprovada por sete votos favoráveis e um contra.

Como falamos acima, acompanhamos o intenso envolvimento do TCU no processo de privatização. A anuência do Tribunal confere a legalidade e legitima os atos de governo, com o órgão se envolvendo em todos os aspectos importantes do processo, e a votação aprovada por sete votos favoráveis e um contra.

Não parece ter um caminho viável para a União retomar o poder de voto total das suas ações<sup>17</sup>, dado que no modelo de privatização esse poder foi vendido para os novos acionistas, que aceitaram pagar os R\$ 67 bilhões citados anteriormente pelos benefícios da privatização, sendo o principal deles a redução do poder da União, figurando em um segundo lugar distante a liberação do preço da energia. Portanto, qualquer outra medida que altere de forma significativa esses dois benefícios parece não fazer sentido. O argumento do Governo ter sido eventualmente lesado não parece se sustentar, pois se não tivesse vendido seu poder de voto teria recebido substancialmente menos dos atuais acionistas, se tivesse recebido alguma coisa. Parece claro que a retomada desse poder de voto não poderia ser feita sem a devida indenização aos atuais acionistas, o que passaria pelo *poison pill* do Estatuto Social. Qualquer reforma de estatuto que reduza direito dos minoritários precisa ser aprovada por maioria.

Outro fantasma que tem surgido é a possibilidade do congresso rever a privatização. O congresso aprovou em Junho de 2021 a Lei 14.182, que definiu os termos da privatização da Eletrobrás e a reforma do estatuto social dela. A limitação do poder de voto a 10% foi estabelecida nessa lei e, posteriormente, refletida no Estatuto. Essa aprovação demorou anos de negociação entre diversos políticos e contrapartes. Recentemente, os presidentes da Câmara e do Senado afirmaram que não apoiam essa reversão, não havendo eco nas duas casas para as reclamações feitas sobre o processo.

Tabela 10: Sensibilidade TIR x Preço Energia

		Preço de energia CP (2023-2028), R\$/MWh				
		70	90	110	130	
Preço de energia LP (2028-+-), R\$/MWh	TIR %	90	10%	12%	14%	16%
	110	13%	14%	16%	18%	
	130	14%	16%	17%	19%	
	150	16%	17%	19%	20%	
	170	17%	18%	20%	21%	
	190	18%	19%	21%	22%	
	210	19%	20%	21%	23%	
	230	20%	21%	22%	23%	

<sup>17</sup> O novo estatuto social da Eletrobrás instituiu uma cláusula de limitação de voto de 10% para qualquer acionista, incluso a União. Logo, a União apesar de ter 40% das ações ordinárias, vota apenas com 10%. É considerado mesmo grupo econômico União, BNDES e BNDESPAR. A empresa pode limitar voto em toda assembleia de acionistas, caso haja qualquer sinal de influência de votos/voto conjunto (ex: alinhamento de votos de União com fundos de pensão).

Dessa forma, a única forma razoável de ocorrer uma reestatização seria respeitando o Estatuto Social da empresa, via uma oferta a um preço 200% acima da máxima cotação dos últimos 504 dias de negociação. Esse valor, atualmente, é de R\$ 154,71 por ação (maior cotação foi R\$ 51,57, dia 4 de novembro), o que representaria um gasto de R\$ 179 bilhões para a União.

### **Angra 3: a obra da última usina nuclear**

Agora privada, a Eletrobrás deixou de ser controladora dos ativos nucleares, mas ainda possui uma exposição relevante (36% das ações ON e 68% do total), podendo ser convocada a aportar, proporcionalmente a sua participação ordinária, para a construção de Angra 3. O CAPEX remanescente estimado é de R\$ 20 bilhões e, em teoria, será financiado apenas por dívidas, não envolvendo mais diretamente a Eletrobrás<sup>18</sup>.

Ainda que o governo tenha influência relevante nos ativos nucleares, a Eletrobrás não é obrigada a participar de futuros novos projetos nucleares propostos, limitando-se à conclusão de Angra 3, e tem a prerrogativa de indicar o CFO da ENBPar<sup>19</sup>. Embora o novo governo ainda não tenha homologado a tarifa de energia de Angra 3, as determinações que ancoraram a privatização definiam uma tarifa que remunerere o investimento necessário, desde 2020 até sua conclusão, a uma taxa de 8,88% real. Esta tarifa é a descrita no Art. 1 da resolução do CNPE - Conselho Nacional de Política Energética de outubro de 2021<sup>20</sup>.

Diante de todo o ímpeto populista do novo governo, parece maior o risco da tarifa estabelecida não atender aos pré-requisitos definidos na resolução, ou, até mesmo, a resolução ser mudada. Como o CNPE é um órgão composto, majoritariamente, por ministros do governo, a publicação de uma nova resolução não parece um grande desafio.

Os acionistas na capitalização de 2022 subscreveram suas ações condicionado ao cumprimento da resolução do CNPE e à Lei 14.120, que garante a viabilidade econômico-financeira do projeto. Portanto, uma mudança relevante traria um prejuízo às condições colocadas à época, o que configuraria quebra de contrato e possível pedido de indenização por parte dos investidores.

Sendo uma empresa privada, a Eletrobrás tem o direito de não seguir o investimento caso acredite que ele é destruidor de valor, diluindo, nesse caso, sua participação na ENBPar.

Nosso cenário-base reflete a tarifa de R\$ 480/MWh, que foi aprovada em 2018 pelo CNPE. Ocorre que esse valor não reflete as condições estabelecidas na Lei e na resolução do CNPE descritas acima: essa tarifa não é suficiente para

<sup>18</sup> Aponta-se que a usina conta com avais da Eletrobrás em parte de suas dívidas atuais

<sup>19</sup> Nova empresa estatal que consolida os ativos nucleares da Eletrobrás e Itaipu.

<sup>20</sup> Art. 1º O preço da energia elétrica produzida pela Usina Termelétrica Nuclear Angra 3 será o resultante dos estudos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, e considerará a viabilidade econômico-financeira do empreendimento no prazo do Contrato de Comercialização da Energia da Usina, bem como sua financiabilidade em condições de mercado, de acordo com os seguintes parâmetros:

I - custo de capital próprio de 8,88% ao ano, em termos reais, ao longo do prazo do Contrato de Comercialização da Energia Elétrica produzida pela Usina;

II - os valores de investimento para a implantação de Angra 3, realizados a partir da data-base definida no inciso V e previstos conforme o estudo contratado pela Eletrobras Termonuclear S.A. - Eletronuclear com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES;

III - os dispêndios para amortização e pagamento de juros das dívidas novas e pré-existentes, ou sua eventual conversão, conforme modelagem a ser definida;

IV - conversão em capital de mútuos e Adiantamentos para Futuro Aumento de Capital - AFACs que constem da posição patrimonial na data-base definida no inciso V; e

V - 30 de junho de 2020 como data-base dos estudos referidos no caput

remunerar o CAPEX futuro (R\$ 20 bilhões), tampouco os R\$ 5 bilhões que a Eletrobrás investiu desde 2020. Para atender as definições estabelecidas na privatização, a tarifa deveria ser cerca de 20% acima do último número definido em 2018.

1. Pior cenário: desmobilização da obra, caso onde a Eletrobras teria uma perda máxima de R\$ 6,9 bilhões, que é o montante de dívida com o BNDES e Caixa Federal, que tem o aval da companhia, mais R\$ 4,8 bilhões, referentes à desmobilização do canteiro de obra – 19,4% TIR
2. Cenário-base: Tarifa de R\$ 480/MWh em 2018 mais R\$ 2 bilhões de estouro de CAPEX – 20% TIR
3. Melhor Cenário: Tarifa de R\$ 588/MWh em 2018 – 21,3% TIR

### O que vemos para o futuro

Em que pese a sequência de más notícias que explicam o desempenho recente, mantivemos o investimento acreditando em uma agenda positiva e objetiva da diretoria, que gerará valor ao acionista minoritário. À medida em que o novo governo avança, o nível de ruído deve diminuir, e as âncoras de longo prazo permitirão que a empresa contrate energia a preços substancialmente melhores que o mercado de curto prazo sugere. No total, a Eletrobrás pode ser um importante gerador de caixa e, conseqüentemente, de dividendos no médio prazo. O atual *valuation*, em nossa opinião, ainda suporta bastante desaforo.

### CONCLUSÃO

Apesar de muitas vezes o passado parecer lógico, sabemos que o futuro é imprevisível. Uma parte – mais fácil, porém fundamental – do trabalho de gestão de recursos é o reconhecimento de onde estamos no presente: 1) enorme aperto monetário no Brasil, 2) enorme aperto monetário no mundo, 3) resgates massivos na indústria de fundos e migração para renda fixa no Brasil, gerando um grande volume de venda compulsória, 4) aumento do ruído e pessimismo político, 5) Guerra entre Rússia e Ucrânia, gerando um forte medo que estejamos chegando ao fim da *Pax Americana*.<sup>21</sup>

*"There are two kind of forecasters: those who don't know, and those who don't know they don't know"*

*John Kenneth Galbraith*

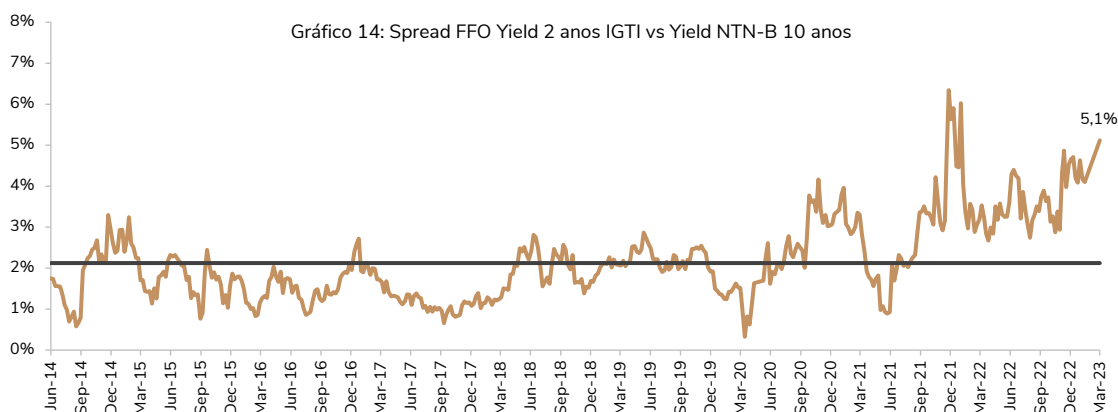
É evidente que o cenário pode piorar, mas parece bem pior que a média histórica. Apesar de tanto mal estar sobre política e economia, estamos perto do fim do processo de retirada de liquidez no mundo, inclusive no Brasil. Essa é a primeira constatação mais auspiciosa.

Historicamente, ruídos políticos e macroeconômicos geraram bons momentos para comprar empresas ancorando-se na filosofia *bottom up*. Aliás, talvez a premissa mais relevante para a abordagem *bottom up* seja que as variáveis macroeconômicas operam em um padrão bem descrito pela reversão à média.

<sup>21</sup> Pax Americana: período de paz que se seguiu à Segunda Guerra Mundial com a hegemonia econômica e militar dos Estados Unidos.

A segunda boa notícia é que as ações no Brasil estão baratas. Essa afirmação foi muito alardeada ao longo de 2022 e, a despeito de ter feito aparente pouca diferença, continua uma constatação muito importante. Vivemos no Brasil algumas crises em que a renda variável não parecia oferecer maior retorno que a renda fixa, o que não é o caso agora. Hoje temos as ações negociando consideravelmente abaixo do histórico em termos absolutos e, mais importante, *versus* o custo de oportunidade. A eterna discussão sobre a ausência de *equity risk premium* no Brasil, visto que o Ibovespa não teve retorno acima da Selic, parece não representar o presente.

O Gráfico 14 mostra o *yield* de 2 anos da Iguatemi (um dos nossos principais investimentos) comparado ao *yield* da NTN-B. Consideramos múltiplos de curto prazo de um negócio pouquíssimo volátil para simplificar o exemplo<sup>22</sup>, mas a verdade é que, se alongarmos o horizonte, essa comparação fica ainda melhor para as ações.



*"When the outlook is good investors take security prices to levels that greatly overstate the positives and when the outlook is bad and they are depressed, investors reduce prices to levels that overstate the negatives"*

*Howard Marks, Memo Ditto, 2013*

<sup>22</sup> Pessimistas podem argumentar que os lucros são declinantes.

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, oferta ou recomendação de investimentos em fundos de investimentos ou qualquer outro valor mobiliário, portanto as informações não devem ser utilizadas como fundamento para aplicações ou resgates. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos da Studio Investimentos podem adotar estratégias com derivativos como parte da sua política de investimentos, que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. A rentabilidade divulgada para nossos fundos não é líquida de impostos e taxa de saída, quando houver. RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. RECOMENDAMOS A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO, FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, E LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER, ANTES DE INVESTIR. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE FUNDO(S) DE INVESTIMENTO(S), É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.

Este material tem como único propósito fornecer informações sobre resultados de estratégias geridas pela Studio a seus destinatários, e não constitui ou deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura quando o material foi editado, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Studio não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.

As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores.

Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. Os investidores que desejem adquirir ou negociar os títulos mobiliários mencionados neste material devem obter documentos pertinentes relativos aos instrumentos financeiros e às bolsas e confirmar seu conteúdo. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.

É expressamente proibida a reprodução e circulação deste material, em todo ou em parte, sem a prévia autorização, por escrito, da Studio Investimentos, que não se responsabiliza por eventuais erros ou pelo uso das informações contidas neste material. A Studio Investimentos possui os seguintes canais de comunicação: +55 (21) 3554-0600, ou através do site [www.studioinvestimentos.com.br](http://www.studioinvestimentos.com.br), na seção Contato. Este fundo tem a supervisão e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).



Signatory of:

