

Maio / 2022

## Atualização sobre Performance Recente e sobre Empresas que compõem nosso Portfólio...

---

Desde que divulgamos a nossa última carta em novembro de 2021, o Equitas Selection apresentou performance bastante decepcionante de -13,4% e volatilidade elevada quando comparada ao Ibovespa, refletindo de forma amplificada a instabilidade dos mercados. O objetivo desta carta é descrever de maneira resumida o comportamento do fundo, dar transparência sobre nossas ações na gestão do portfólio nesse período conturbado e detalhar a evolução das principais empresas que compõem nossa carteira desde o final do ano passado.

Na última carta, explicamos os movimentos de forte deterioração dos mercados e da nossa carteira ao longo do segundo semestre de 2021, tendo como principal catalisador a incerteza fiscal, ruído político, grande surpresa inflacionária e consequente forte ajuste de expectativas em relação a curva de juros no Brasil. Desde então, alguns dos elementos que haviam sido importantes para a deterioração das condições de mercado, se arrefeceram. A percepção sobre o risco fiscal no Brasil perdeu força com as discussões sobre revisão do teto de gastos tendo se materializado em mudanças e saído de pauta. As preocupações com risco político também se arrefeceram, principalmente, em função de uma maior moderação no discurso do presidente Bolsonaro e sua subida nas pesquisas de intenções de votos.

No entanto, esses eventos não foram suficientes para mitigar a materialização de um dos grandes pontos de incerteza daquele momento: a dinâmica inflacionária no mundo. As economias desenvolvidas vinham convivendo há anos com uma situação totalmente atípica de juros reais negativos ou próximos de zero. A persistência do quadro inflacionário causado por aumentos de preços de commodities e rupturas nas cadeias de fornecimento como resultado da pandemia do COVID teria o potencial para causar um grande rearranjo de expectativas sobre aumento de taxas de juros e consequente precificação de ativos de risco. Desde então, a guerra na Ucrânia agravou esse quadro acentuando as pressões inflacionárias no mundo. Já não se fala mais em inflação transitória nos EUA, por exemplo, e não parece mais haver dúvidas de que o Federal Reserve terá que subir juros com muito mais força do que se imaginava há poucos meses. Não parece haver mais dúvidas de que o Federal Reserve está bastante atrasado nesta tarefa inevitável.

Maio / 2022

O resultado dessa constatação por parte dos agentes de mercado foi um ajuste significativo nos parâmetros de avaliação de ativos de risco, uma vez que a taxa básica de juros dos Estados Unidos, tida como livre de risco, subiu aproximadamente 150bps em seis meses.

## Curva da Taxa de Juros Futuro Pré-Fixada do Tesouro Americano em 12/05/2022 vs 03/11/2021



A consequência deste forte aumento é a redução do valor de ativos de risco, incluindo ações de empresas, que se ajustam ao novo cenário de forma heterogênea. Ativos de “*duration*” mais longo, como ações de empresas de crescimento que são precificadas em múltiplos altos em relação às suas perspectivas de geração de lucros no curto prazo, caem mais do que ativos que dependem menos de crescimento futuro de lucros para suportar seu valor. Como exemplo de sensibilidade de valor a taxas básicas de juros, uma alta de 1% nas taxas de desconto usadas para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros deve ter um impacto de redução de aproximadamente 4% sobre as ações da Petrobras e 7% da Gerdau, duas ações de múltiplos baixos (“*Duration*” curto). Esta mesma variação de 1% de taxas de desconto leva a uma redução de aproximadamente 16%, 18% e 17% sobre o valor das ações de Mater Dei, Petz e Banco Inter respectivamente, três ações de crescimento (“*Duration*” longo).

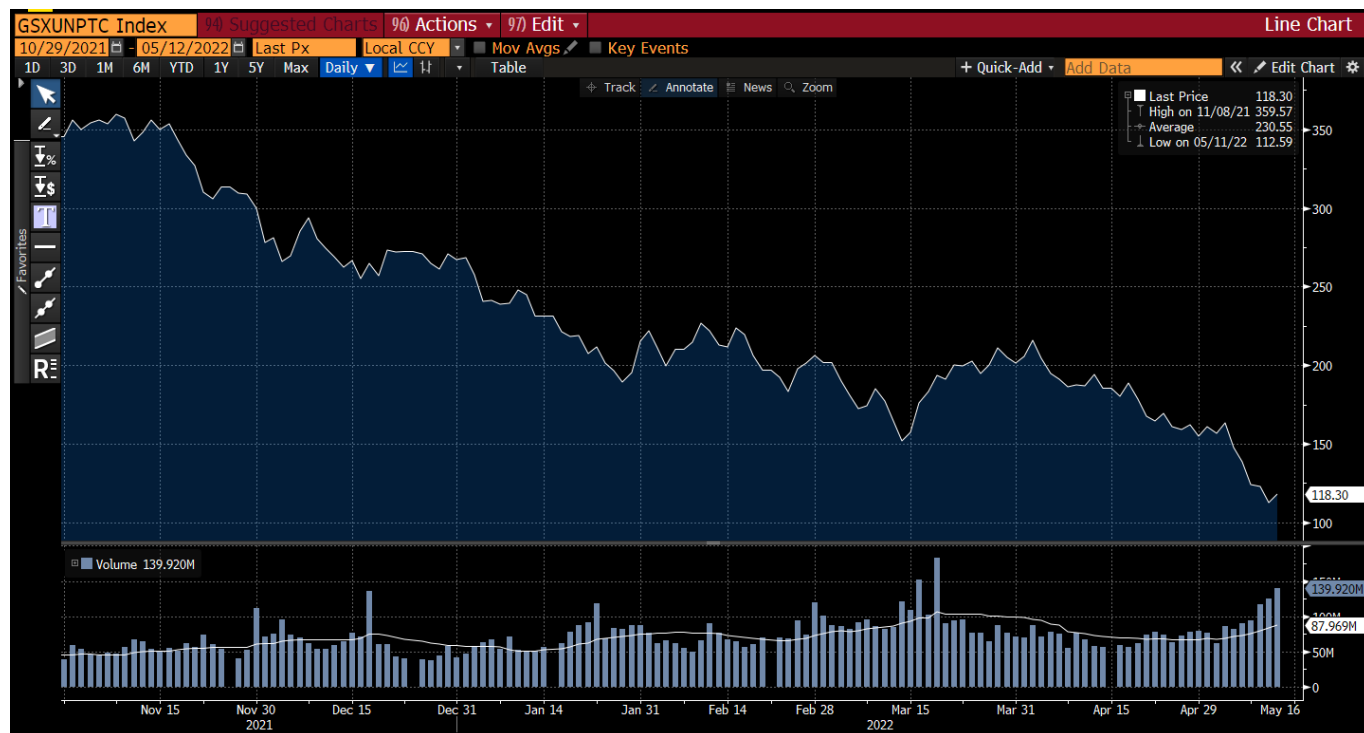
Maio / 2022

Sensibilidade negativa do Equity Value a um choque positivo de 100 bps na taxa de desconto	
Empresas	Sensibilidade
	15% a 20%
	10% a 15%
	5% a 10%
	0% a 5%

Talvez o maior exemplo de ativos de “*duration*” longo seja de ações de empresas de tecnologia nos EUA, principalmente aquelas que não dão lucro e cuja expectativa de resultados depende de crescimento contínuo por muitos anos. Por isso, essas ações sofreram um fortíssimo ajuste chegando a cair 65,8% em média desde novembro de 2021, superando a queda do NASDAQ, que caiu 24,6% neste período.

Maio / 2022

## GSXUNPTC Index - GS Non Profitable Tech Basket (Índice composto por ações de empresas globais de tecnologia que apresentam prejuízo)



Neste contexto, nosso portfólio acabou sofrendo um forte ajuste. Curiosamente, apesar de não conter participação relevante de empresas de tecnologia, nosso portfólio acompanhou a queda do NASDAQ ganhando forte correlação com as variações de ações de tecnologia que são negociadas nos EUA. O fator em comum entre ações de tecnologia nos EUA e grande parte das ações que compõem nosso portfólio (60%) é o “*duration*” acima da média de mercado. Buscamos primordialmente identificar empresas com alto potencial de crescimento e diferenciais competitivos claros que conseguirão compor retornos acima da média de mercado ao longo do tempo. Se formos bem-sucedidos na tarefa de identificar bons “*compounders*” o retorno do nosso portfólio deve refletir o crescimento de lucros das empresas que o compõem. No entanto, essa atividade não nos garante imunidade a flutuações dos preços de ações e ajustes de expectativas de curto prazo.

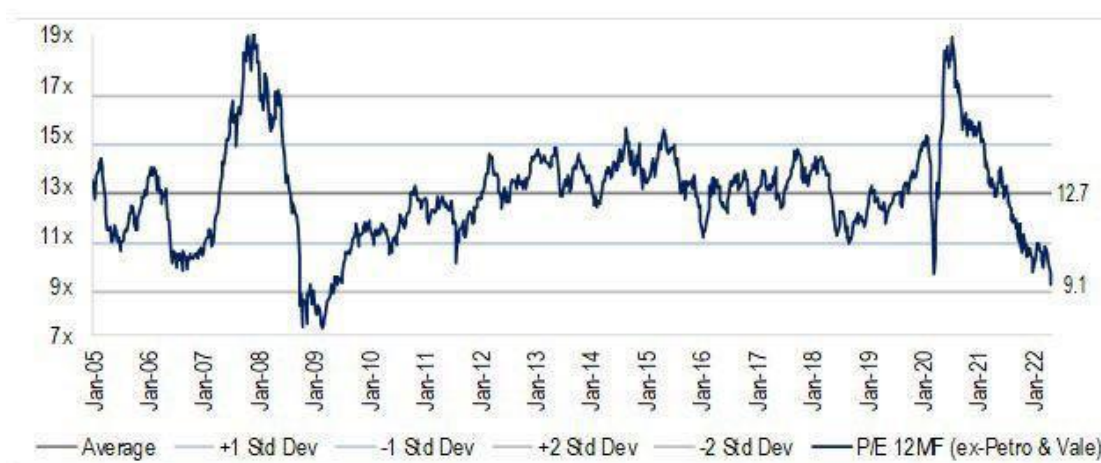
Apesar da grande correlação recente com a performance de empresas de tecnologia americanas, o fator que distingue nosso portfólio é ser composto por empresas que dão lucro no presente e veem,

Maio / 2022

em sua maioria, apresentando excelente tendências de resultados. Neste sentido, não dependemos da elaboração de teses e expectativas em relação a eventos distantes no futuro sob os quais não temos visibilidade. Nossas empresas estão indo bem e o reflexo de seus resultados na performance de suas ações é uma questão de tempo. Como passamos recentemente por uma mudança de referência no patamar das taxas básicas de juros - parâmetro básico que baliza precificação de todos os ativos de risco - as ações passaram por um ajuste de precificação que impactará o prazo esperado para recuperação do fundo ao nível pré-pandemia.

No momento atual, enxergamos expectativa de retorno do nosso portfólio acima de 35% ao ano para os próximos 3 anos, apesar de não termos como oferecer qualquer garantia de que este retorno esperado se materializará. Essa análise reflete expectativas de crescimento de lucros de cada uma das empresas que compõem nossa carteira com uso de premissas conservadoras sobre múltiplos de negociação ao final do período. Apesar de bastante impreciso, trata-se de um exercício que nos ajuda a ter parâmetro de atratividade e probabilidade de retorno à luz do que observamos ao longo dos últimos 12 anos do Equitas Selection. Este parâmetro aponta para um retorno esperado entre os mais altos que já observamos em nosso histórico. Ele vem da combinação de lucros e dividendos, que estão sendo apresentados, e do fato de estarmos em um dos pontos de maior depreciação da bolsa brasileira nos últimos 20 anos.

## Múltiplo P/E Forward (Preço/Lucro projetado) do Índice Bovespa excluindo Petro e Vale



Source: BTG Pactual estimates

Maio / 2022

## Atualização sobre nosso Portfólio...

---

Desde nossa carta em novembro fizemos poucas alterações em nosso portfólio. As principais alterações foram a saída da posição de Via Varejo ainda no mês de novembro de 2021, saída da posição de Mercado Livre em janeiro de 2022, a saída da posição de Intelbras em maio e a montagem de posições em ações da siderúrgica Gerdau em janeiro de 2022. Todavia, os motivos que nos levaram a decisão de saída dessas posições foram completamente diferentes.

Sobre Via Varejo, comentamos na nossa última carta que iríamos observar os resultados da empresa com atenção em função da possível fragilização da empresa frente à deterioração do cenário macroeconômico para consumo nos segmentos em que a empresa atua e da limitação do acesso a capital pela companhia. O resultado apresentado pela empresa logo em seguida disparou todos os sinais de alerta para que desfizéssemos nossa posição. Além da deterioração macroeconômica, a companhia apresentou prejuízos e provisionamentos para causas trabalhistas muito acima das nossas expectativas. Tal prejuízo e uma incerteza em relação ao real tamanho das contingências trabalhistas fragilizam ainda mais a companhia num momento delicado de restrição de capital além de levantar dúvidas sobre a integridade de processos e controles internos que abrem uma dimensão adicional de risco para este caso de investimento. Nesse sentido, decidimos cortar nossas perdas com as ações da Via Varejo, o que se provou uma decisão acertada até aqui, tendo em vista que as ações se depreciaram em mais de 60% depois que vendemos a nossa posição.

Em relação a Mercado Livre, mantemos intacta nossa visão sobre os fundamentos e diferenciais da empresa. No entanto, evoluímos nossa visão sobre risco de competição no segmento. A consolidação das operações de players asiáticos no setor traz uma perspectiva de intensificação da competição direta entre marketplaces. Acreditamos que há alta probabilidade do quadro competitivo nos próximos anos ser significativamente mais desafiador do que foi nos últimos anos. Sendo assim, durante o mês de janeiro optamos por nos desfazer da nossa posição em ações do Mercado Livre até termos maior clareza sobre estabilidade na dinâmica concorrencial no setor. Desde que saímos da posição em Mercado Livre as ações da companhia caíram mais 42%. É importante destacar que os resultados apresentados pela empresa continuaram apontar para uma tendência bastante saudável, tendo sido significativamente melhores do que seus concorrentes, tanto em relação a crescimento de receitas

Maio / 2022

quanto margens. Atribuimos a forte queda das ações da companhia depois da nossa saída ao impacto que o aumento de taxas de desconto traz para avaliação de ativos de *duration* longo, como Meli.

Quanto a Intelbras, decidimos sair da posição recentemente por uma combinação de fatores. Um deles é a maior incerteza sobre as perspectivas de crescimento do segmento de energia solar da companhia. Quando ponderamos um maior risco de decepção de crescimento de lucros futuros com o preço das ações da companhia, enxergamos melhor relação risco vs retorno nas demais posições do portfólio, o que justifica uma realocação de posições.

A montagem de posição em ações da Gerdau se deu pela combinação de forte momento operacional de resultados e geração de caixa, com excesso de desconto no preço das ações da companhia, aproveitando-se do ciclo de commodities atual.

A seguir, detalharemos de forma resumida a evolução de nossas principais teses de investimento.

Maio / 2022

## **Petrobras**

A Petrobras vem apresentando resultados espetaculares recentemente, que reforçam a qualidade dos ajustes operacionais e da direção estratégica que a empresa vem seguindo nos últimos anos. Além disso, a governança interna da companhia tem sido destacada, uma vez que já houve duas trocas na presidência da companhia desde 2020 e a mensagem de continuidade tem se mantido. É verdade que o grande salto nas cotações do petróleo no mercado internacional ajudou muito seu desempenho no período, mas tal ajuda não seria tão destacada se a empresa não houvesse mantido a política de alinhamento de preços de derivados com o mercado internacional, ainda que com uma defasagem temporal maior do que a ideal. Tal política, além de preservar o resultado da companhia também é responsável por manter a importação de combustíveis no país, evitando-se falhas no fornecimento.

Em números, os dois últimos trimestre reportados para a Petrobras tiveram EBITDA em bases recorrentes de R\$72bi (1T22) e R\$62bi (4Q21), valores que foram 64% e 78% mais altos na comparação com os respectivos trimestres do ano anterior. Os lucros líquidos em bases recorrentes atingiram R\$43bi (1T22) e R\$24bi (4Q21), valores múltiplas vezes acima na comparação anual. Tal desempenho permitiu a Petrobras distribuir dividendos que totalizaram quase R\$90 bilhões de reais, desde a nossa última carta aos investidores sendo que àquela época, o valor de mercado da Petrobras era de aproximadamente R\$344 bilhões. Ou seja, a empresa foi capaz de retornar ou seu acionista um caixa equivalente a 25% do valor de mercado em apenas dois trimestres.

## **Banco BTG Pactual**

O BTG Pactual vem sequencialmente apresentando resultados recordes, mesmo num cenário mais desafiador para o mercado de capitais com o aumento das taxas de juros. Durante a apresentação de resultados do 4º trimestre de 2021, o management passou uma mensagem de perspectivas operacionais muito positivas para 2022, incluindo um soft guidance de que seriam capazes de entregar um ROE de ~20% em 2022.

De fato, os resultados reportados no 1º trimestre de 2022 já foram muito fortes, com a receita líquida alcançando R\$4,4 bilhões (+56% YoY), e desempenho robusto em todas as linhas de negócios. O lucro



Maio / 2022

líquido alcançou o patamar recorde de R\$ 2,1 bilhões (+72% YoY) no trimestre, e o banco entregou um ROE de 21,5%, superando as expectativas dos investidores.

Além desse momento operacional muito forte, o banco também conseguiu seguir sua agenda de consolidação, anunciando movimentos oportunistas e estratégicos, que criam novas opções para o case, como as aquisições da corretora Elite Investimentos, uma participação minoritária na CSD - Central de Serviços de Registros, e do controle do Banco Econômico. Além disso, no final de 2021 foi concluída a aquisição da Holding Universa, que reúne as operações da Empiricus e Vitreo, cujos resultados foram consolidados no balanço do BTG no resultado do 1º trimestre de 2022.

## Rede Mater Dei

Entre o final de 2021 e início de 2022, a Rede Mater Dei acelerou bem sua agenda de consolidação do setor, com o anúncio da aquisição de 3 novas operações hospitalares: (i) Hospital Santa Clara (204 leitos), fortalecendo sua presença em Uberlândia/MG, agora com quase 50% de market share; (ii) EMEC (126 leitos), entrando na cidade de Feira de Santana/BA, fortalecendo o *hub* da Bahia; e (iii) Hospital Premium (156 leitos), em Goiânia/GO.

Além disso, em 1º de maio de 2022, o grupo inaugurou o projeto *greenfield* na cidade de Salvador/BA, com 367 leitos de capacidade, 63 mil m<sup>2</sup> de área construída, equipamentos de última geração e uma arquitetura muito chamativa em um dos principais bairros da cidade. A agenda de credenciamentos no novo hospital também continua evoluindo de forma acelerada, com contratos assinados até o momento que representam cerca de 400 mil beneficiários endereçáveis em Salvador.

Desde seu IPO, o Mater Dei conseguiu se consolidar como a 4ª maior rede hospitalar independente do país, com posição de liderança em rentabilidade no setor (margem EBITDA). Hoje a plataforma conta com uma rede de 9 hospitais, com capacidade total de 2.495 leitos em 7 cidades do país.

Em termos operacionais, apesar das dificuldades do ano de 2021 por conta da pandemia, o Mater Dei entregou resultados recorde, com R\$ 1,0 bilhão de receita líquida (+42% YoY) e R\$ 308 milhões de EBITDA (+99% YoY), com margem de 30%. Esses resultados consideram apenas 2 meses de consolidação do Hospital Porto Dias, seu maior M&A realizado em 2021, baseado na cidade de Belém/PA.

Maio / 2022

## Grupo de Moda Soma

O Grupo Soma segue com uma performance impressionante. Em 2021, a empresa (Ex-Hering) teve um desempenho forte versus 2019, crescendo a receita em 59% e atingindo uma margem bruta recorde de 67,3%, uma expansão de 1,3 p.p. Para 2022 as perspectivas seguem positivas: no primeiro trimestre, a empresa reportou crescimento de 60% e expansão da margem EBITDA consolidada (+560 bps), além de indicativos de que o segundo trimestre do ano segue a mesma tendência. No caso da Hering, a empresa divulgou os primeiros indícios de que o turnaround da marca tem sido bem-sucedido, com a maior receita bruta histórica para um primeiro trimestre e crescimento de 51% vs. 1T21

Em março deste ano, a empresa também realizou seu primeiro Investor Day, detalhando o seu plano de ação para Hering e as perspectivas futuras para o seu portfólio de marcas. Em resumo, a estratégia da empresa para a Hering se divide numa série de iniciativas de curto e longo prazo. Os “quick wins” da marca estariam associados à melhoria de eficiência operacional e, no longo prazo, a transformação da Hering envolve a reconstrução de valor da marca. Combinadas, a expectativa é que as novas iniciativas impliquem em uma receita no mínimo 2x maior em 2026 (versus 2019) e um EBITDA 2,5x maior. Outro destaque do evento foi a Farm Global, operação que a empresa estima atingir entre R\$ 2,2 a R\$ 3,0 bilhões de receita em 2026 nos EUA e Europa, versus uma receita atual de R\$ 272 milhões.

## Três Tentos Agroindustrial

Desde nossa última carta, a 3tentos foi bastante beneficiada pela alta nos preços de insumos e commodities agrícolas. No resultado do 1T22, a empresa apresentou crescimento de 64% e 39% na comparação anual do seu lucro bruto e lucro líquido, respectivamente, com crescimento de receita e lucro em todas as linhas de negócio. Além disso, conseguiu antecipar seu plano de expansão, passando a operar 2 lojas no MT desde janeiro, que já representa 15% do resultado da operação de insumos. A saúde financeira do produtor do RS segue como ponto de alerta devido à estiagem e deverá consumir algo como R\$ 150 milhões de capital de giro da companhia. No entanto, não esperamos que haja maiores consequências sobre os resultados futuros e o plano de expansão dos próximos anos. Seguimos bastante confiantes na entrega do plano de crescimento, nos diferenciais competitivos da companhia e já vemos algum de-risking na tese dados os indícios de tração no MT.

Maio / 2022

## Auren

A Auren (Aure3) é a empresa resultante da fusão da Cesp, que compunha nossa carteira, com os ativos de geração de eletricidade que pertenciam à VE, uma joint-venture entre o Grupo Votorantim e a CPPIB (fundo de pensão Canadense).

Nós vimos favoravelmente tal movimento, já que agora (1) somos acionistas de uma empresa maior, com mais de 2x em valor de mercado; (2) muito mais diversificada em sua base de ativos, que agora combinam fontes hídricas, solares e eólicas; (3) possui ainda menos incertezas em seus resultados, uma vez que tanto a parcela de energia descontratada quanto os valores envolvidos em contingências (ativas e passivas) são menos significativos no ativo combinado e (4) existe um claro pipeline de crescimento em novos ativos.

Desde nossa última carta, vale observar que o cenário para o suprimento de eletricidade no Brasil melhorou de maneira impressionante, devido ao alto volume de chuvas que atingiram os principais reservatórios de água no Brasil. Não víamos um volume tão significativo de aflúências desde o início de 2016. Os temores de um potencial racionamento de energia foram completamente removidos do cenário para o ano de 2022.

Nós vemos a Auren como um investimento que nos oferece retornos acima de 10% ao ano em termos reais com uma previsibilidade de resultados acima da média do próprio setor de eletricidade. Em que pese nossa decepção por não ter havido uma distribuição mais expressiva de dividendos no anúncio dos resultados do 4Q21 (já que a empresa se encontra em situação confortável de caixa e endividamento), nós acreditamos que ainda em 2022 seja possível ver algum nível mais relevante de retorno de caixa aos acionistas. Nós entendemos que a decisão da empresa foi feita à luz de inúmeras oportunidades de alocação de capital que a administração da empresa tem à sua frente no momento, o que nos parece ser uma boa motivação. Nossa preferência vai ser sempre pelas empresas que possam reinvestir seu capital acima do custo de oportunidade, mesmo em setores que são tradicionalmente conhecidos por serem pagadores de dividendos.

Maio / 2022

## Eletromidia

O ano de 2022 começou com boas notícias da Eletromidia, com a conclusão das aquisições da MOOHB e da Ótima, ambas anunciadas em 2021, trazendo massa crítica para a vertical de ruas (5,4k telas de um inventário total de 67k), a única em que o grupo ainda possuía menor presença. Além disso, em 2022 a empresa venceu a concessão para instalação e manutenção de abrigos de ônibus e de câmeras de monitoramento de Porto Alegre. As instalações devem ser iniciadas a partir de agosto de 2022.

Nos 2 últimos resultados trimestrais, a Eletromidia mostrou uma forte recuperação de receitas, superando os patamares de 2019 (pré pandemia), mesmo num ambiente em que o fluxo de pessoas ainda não se normalizou. Mesmo no trimestre mais fraco do ano, por conta de sazonalidade, a Eletromidia apresentou números Pro-Forma (incluindo a Ótima no trimestre e na base comparativa) de R\$ 145,0 milhões de receita líquida (+94% YoY) e R\$ 24,8 milhões de EBITDA (+219% YoY), com margem EBITDA de 17,1%. Considerando o resultado Pro-Forma já entregue no 4º trimestre de 2021 e 1º trimestre de 2022, a Eletromidia acumula um EBITDA próximo a R\$ 130 milhões, apontando para um resultado muito forte no ano de 2022.

Como dissemos em nossa última carta, pela primeira vez o mercado de mídia OOH do Brasil tem um player realmente dominante que consegue oferecer uma solução *one stop shop* para os anunciantes nas principais cidades do país, gerando efeito de rede único para explorar uma série de avenidas de crescimentos existentes no setor. Ainda no 2º trimestre de 2022, esperamos novidades e evoluções importantes nas iniciativas digitais de dados e métricas que estão sendo conduzidas internamente, com a aquisição da NoAlvo no final de 2021.

## Gerdau

Se beneficiando do atual ciclo de commodities, câmbio depreciado, estrutura de custos enxuta e balanço bastante saudável, a Gerdau se tornou uma grande geradora de caixa. Com o metal spread nas máximas históricas, a companhia gerou R\$ 14,1 bilhões de fluxo de caixa livre entre 2020 e 2021 (equivalente a 32% de FCF *yield* no biênio) e pagou R\$ 5,7 bilhões em dividendos no período (13% de *dividend yield* no biênio). Só no 1T22 (sazonalmente mais fraco) a empresa gerou R\$ 3,0 bilhões em caixa livre. Para o ano de 2022, enxergamos as ações da empresa negociando a múltiplos bastante

Maio / 2022

depreciados de 2,5x EV/EBITDA e 25% FCF *yield*, já assumindo uma reversão parcial nos preços de aço para a média histórica (-25% em aços longos e -15% em aços planos), o que traz margem de segurança para o investimento.

A operação Norte Americana, que roda com utilização da capacidade plena e margem EBITDA acima de 30%, tem se destacado e ganhado exposição no resultado consolidado da Gerdau (~40% do EBITDA em 2022 deverá vir da operação US). Isso ainda sem o benefício dos efeitos do pacote de investimentos em infraestrutura de US\$ 1,2 trilhão aprovado ano passado, que, apesar de incerto, poderá impactar a demanda por aço apenas a partir do segundo semestre de 2022.

Na operação Brasil, sua rede única de prospecção de sucata tem ajudado a amenizar a alta dos custos e, juntamente com a base de ativos eficiente, tem entregado margens bem acima dos competidores e da sua média histórica. Atualmente opera com utilização de 80% da capacidade instalada e com lista de preços em aços longos abaixo da paridade de importação (9% de desconto) mesmo após o aumento de 15% anunciado em abril e a redução da tarifa de importação de (10,8% para 4%). Esse desconto para o importado traz margem de segurança e permite: 1) novos aumentos e/ou; 2) absorver eventuais quedas de preços no mercado externo sem afetar a rentabilidade da unidade Brasil.

Por fim, as operações de América do Sul e Aços especiais têm apresentado melhorias sequenciais com a retomada da atividade de óleo e gás nos EUA e de automóveis no Brasil (principalmente em pesados).

Esse contexto deverá levar a Gerdau a entregar um EBITDA consolidado acima de R\$ 20 bilhões em 2022. Caso o ciclo de commodities se normalize completamente já em meados de 2023 e com Real também mais valorizado, enxergamos que a empresa seria capaz de gerar um caixa livre equivalente a 33% do valor de mercado atual no biênio 2022/2023. Os múltiplos descontados, mesmo considerando uma reversão parcial do ciclo de commodities, aliados a um carregamento bastante positivo devido à forte geração de caixa, tornam a Gerdau um investimento atrativo e descorrelacionado do portfólio.

## **Banco Inter**

O Inter anunciou, em abril de 2022, a retomada de sua reorganização societária, visando a listagem de uma nova holding, a Inter&Co, na Nasdaq e a negociação de BDRs nível 1 na B3. O objetivo da migração

Maio / 2022

da base acionária está fundamentado em dois pilares: permitir o aumento de capital mantendo o grupo de controle e impulsionar o crescimento da empresa. A reorganização societária foi aprovada em Assembleia pelos acionistas no início de maio.

No início de 2022 foi concluída a aquisição da fintech USEND, anunciada em agosto de 2021. Deste modo, o Inter iniciou a integração das operações e as iniciativas para internacionalização da empresa.

Em sua prévia operacional do 1º trimestre de 2022, o Inter apresentou indicadores operacionais evoluindo de forma acelerada, atingindo 18,6 milhões de contas digitais (+82% YoY) e volume transacionado de cartões de R\$ 14,1 bilhões (+86% YoY). Na atividade de crédito, nesse período o banco passou por um período de reprecificação de suas taxas dada a mudança de patamar das taxas de juros e desacelerou a originação da carteira dada a mudança de cenário. O banco continua com uma base sólida de funding.

## Viveo

A Viveo tem entregado consistentemente a agenda de expansão de seu ecossistema e de incremento de participação em segmentos de maior valor agregado. Desde nossa última carta, foram anunciadas as aquisições de 8 novas empresas, com foco nos segmentos de serviços e na vertical de materiais para laboratórios. Estes M&As representam o investimento de quase R\$ 700 milhões.

A Profarma Specialty, principal aquisição da Viveo desde seu IPO, foi anunciada em agosto de 2021 e está próxima de ser concluída. Nesta transação, a Viveo desembolsará R\$ 1,65 bilhão e terá uma série de novas oportunidades de expansão e extração de sinergias.

Os resultados do 1º trimestre de 2022 foram anunciados recentemente, e reforçam nossa tese de consolidação, com forte crescimento de receita e margens recordes na operação. Mesmo ainda não considerando números da Profarma, a Viveo entregou R\$ 1,9 bilhão de receita líquida no trimestre, um, crescimento de +28% YoY, sendo crescimento orgânico de 17,5% YoY. Além do forte crescimento, outro destaque importante foi a forte expansão de margens, com EBITDA Ajustado de R\$ 167 milhões (+55% YoY e 8,8% de margem) e lucro líquido de R\$ 99 milhões (+107% YoY e 5,2% de margem). O ROIC da operação também continua em patamares bem elevados, acima de 21%.

Maio / 2022

## CVC

Os últimos resultados trimestrais da empresa mostraram uma forte retomada de reservas, apesar de ainda não atingirem os patamares pré pandemia, principalmente pelo mercado internacional, já que apenas mais recentemente restrições mais rígidas de circulação se dissiparam. Somada à recuperação de reservas, temos verificado também um forte avanço do take rate da companhia, principalmente na operação B2C, foco de diversas iniciativas do management atual (precificação dinâmica, produtos exclusivos, entre outras). A empresa também avançou muito forte no controle de despesas, permitindo que a operação retornasse a ter resultado operacional positivo nos 2 últimos trimestres.

Continuamos vendo a empresa, trimestre após trimestre, beneficiando-se de sua posição de liderança de mercado e fortalecendo suas vantagens competitivas (marca, poder de barganha com fornecedores, economias de escala, rede de lojas). Além disso, vemos diversas iniciativas de digitalização e produtividade sendo implementadas pelo novo management, que levarão a empresa a se beneficiar de uma forte alavancagem operacional conforme as reservas vão retornando à normalidade pré pandemia.

## Petz

Depois de fechar o ano de 2021 com um forte aumento de vendas (+45% a/a), vimos a Petz apresentar um sólido resultado no 1T22, mantendo seu ritmo de crescimento de vendas próximo a 30%, com saudáveis 14% de crescimento em “vendas mesmas lojas” (em cima de uma base já forte de 34% no 1T21) e com recorde na penetração de vendas digitais, atingindo quase 32% de participação na receita bruta da Petz (excl. ZeeDog). Ao final de 2021, estimamos que a Petz tenha alcançado a mesma receita digital que a Petlove, o maior player que atua de forma exclusivamente online no setor. Acreditamos na capacidade da empresa de manter acelerados níveis de crescimento por muitos anos, sendo a principal consolidadora desse mercado altamente fragmentado.

Além de entregas de resultado bem alinhadas com nossas expectativas, o case de Petz apresentou bastante evolução na sua estratégia de ecossistema, com iniciativas que acreditamos que devem gerar muito valor para a companhia, como: i) o avanço na estratégia de atender toda a jornada de um tutor de pet com a parceria estratégica estabelecida com o Alexandre Rossi e com as aquisições da Cão Cidadão - franqueadora especializada em serviços de adestramento de pets - e da Petix - uma das

Maio / 2022

maiores fabricantes de tapetes higiênicos no Brasil; ii) a integração com a ZeeDog acontecendo conforme o planejado, com potencial de obtenção de sinergias adicionais com a Petix e opcionalidades no segmento de alimentação natural.

## **Vibra Energia (Ex- Br Distribuidora)**

Desde nossa última carta, vimos ainda mais evidências de que a Vibra se firmou como a líder incontestável do setor de distribuição de combustíveis no Brasil. A empresa, que há cerca de 5 anos estreava na bolsa ainda com controle estatal, percorreu um caminho impressionante de ganhos de eficiência e de participação de mercado nesse período. Os ganhos mais visíveis vieram justamente no período mais recente, em que a companhia efetivamente se tornou uma corporação com capital disperso na Bovespa.

No último trimestre de 2021 e no 1º de 2022, que deve ser reportado em poucos dias, a Vibra conseguiu se tornar não só a líder em volumes distribuídos de combustível, mas também a líder em margens (quando medida em R\$/m3). No período desde a privatização vimos praticamente a empresa ser capaz de dobrar o seu nível de margem ao implementar inúmeras medidas de eficiência nas operações, investimento em logística e precificação que permitiram a ela ter o total benefício de ser a companhia com maior escala do setor.

Além disso, vimos a empresa se tornar um player relevante no mercado de importação de combustíveis, fundamental na situação atual em que a Petrobras não é mais a grande responsável por suprir o mercado doméstico com importações. Isso tem levado os donos de postos a enxergar cada mais valor em fazer parte de um grupo sólido, que permite a seus parceiros terem segurança de suprimento e usufruírem de rentabilidade em suas operações.

No momento, vemos a Vibra negociando nos níveis mais descontados de sua breve história, quando levamos em consideração sua posição atual e prospectiva tanto em tamanho e rentabilidade quanto em proposta de valor para seus revendedores.



Maio / 2022



Este material foi desenvolvido pela Equitas Administração de Fundos de Investimento LTDA ("Equitas") com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço pela Equitas e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos., com os riscos daí recorrentes.

Antes de investir, algumas informações importantes para consideração: (a) Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento, do formulário de informações complementares e da lâmina de informações essenciais antes de realizar investimentos, sobretudo sobre os aspectos de risco relacionados ao investimento. (b) Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.

(c) A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de Impostos. (d) Os fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. (e) O EQUITAS SELECTION FIA está autorizado a realizar aplicações em ativos no exterior e pode estar exposto a significativa concentração em poucos emissores, com os riscos daí recorrentes.

Para informações adicionais e acesso ao regulamento e lâminas, acesse o site [www.equitas.com.br](http://www.equitas.com.br)