

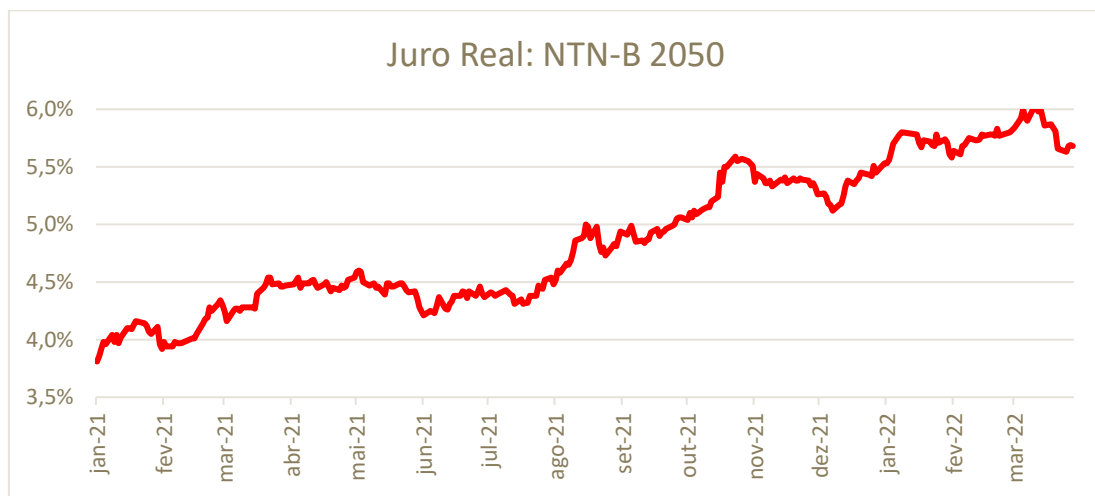
FAMA Investimentos

Relatório de Gestão – 1º Trimestre de 2022

Em %	1T22	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	1 ano	5 anos	10 anos*	Início*
FAMA	5,0	5,0	-22,3	2,5	41,6	10,0	45,0	55,2	-15,2	68,9	81,9	9.259
Ibovespa	14,5	14,5	-11,9	2,9	31,6	15,0	26,9	38,9	2,9	84,7	86,0	2.695

* estratégia FAMA; desde 29/12/1995

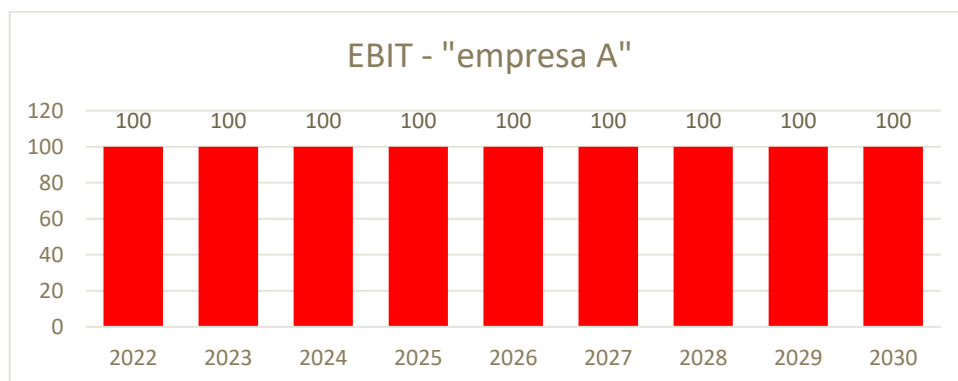
A escalada da taxa de juros de longo prazo tem provocado sensíveis alterações nos preços dos ativos. Como mostra o gráfico abaixo, os títulos de longo prazo atrelados à inflação (NTN-B com vencimento em 2050) que, no início do ano passado, remunerava a IPCA + 3,8% ao ano, encerrou o trimestre quase 2 pontos percentuais acima, remunerando a IPCA + 5,7% ao ano.



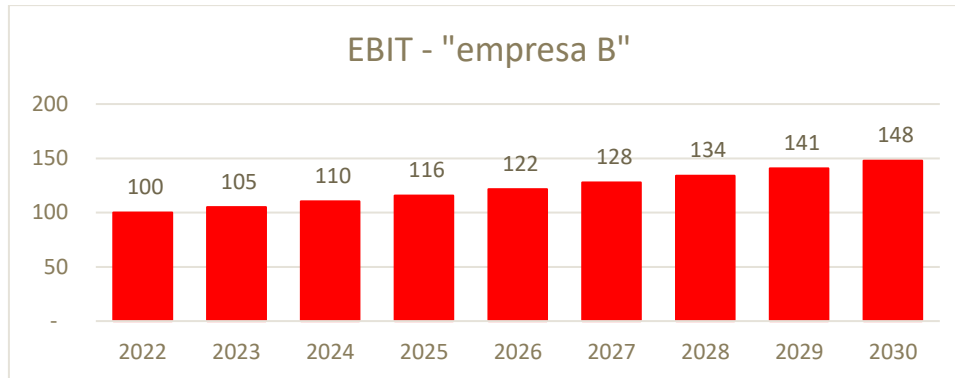
Que juros de longo prazo mais elevados significam uma diminuição no valor presente dos fluxos de caixa futuros e, portanto, uma redução no valor dos ativos, é de compreensão comum. Discutiremos nesse relatório, portanto, como isso impacta de forma diferente cada tipo de ativo e a nossa visão de longo prazo para lidar com a situação.

Para tanto, vamos hipoteticamente supor três empresas e, para efeito ilustrativo, todas as referências consideram um cenário sem inflação (portanto as variações apresentadas são reais).

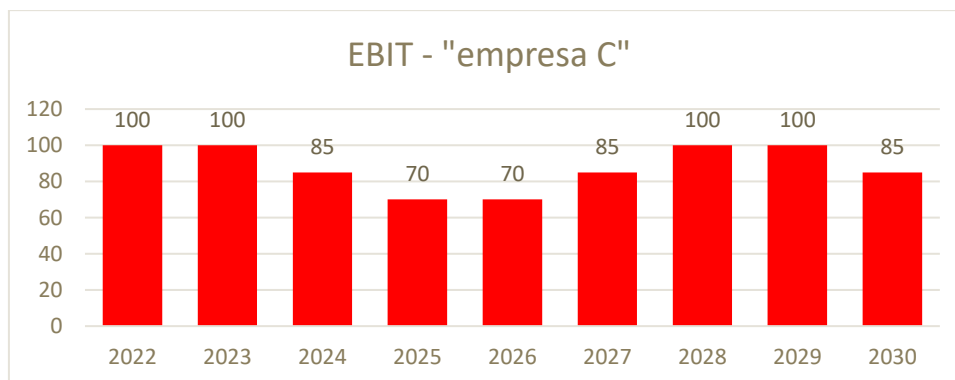
- “Empresa A” – trata-se de uma empresa bem estabelecida e dominante em um mercado maduro, sem crescimento real. Seu EBIT (*earnings before interest and taxes*) entre hoje e 2030 pode ser expresso da seguinte forma:



- “Empresa B” – trata-se de uma empresa dominante e de alta qualidade, que vem conseguindo experimentar taxas de crescimento real de 5% ao ano e estima-se que após 2030 seguirá crescendo 2% em termos reais. Seu EBIT seria:



- “Empresa C” – trata-se de uma empresa cíclica. Suas receitas e resultados variam de acordo com a flutuação do câmbio e o preço de commodities. A dinâmica cíclica se repete por décadas e assim deve seguir:



De forma simplificada, consideramos que todas as empresas possuem a mesma estrutura de capital (dívida de uma vez o EBIT), um custo de dívida igual à taxa de juro, um custo de capital de 4% acima da taxa de juro e uma alíquota de imposto de renda de 30%.

A partir das premissas acima, chegamos às seguintes avaliações e múltiplos para as empresas:

	Avaliação	Múltiplo (x EBIT)
EMPRESA "A"	1.187	11,9x
EMPRESA "B"	2.196	22,0x
EMPRESA "C"	1.019	10,1x

Por terem fluxos de caixa completamente distintos, as avaliações (e múltiplos) das três empresas são diferentes, apesar das mesmas terem, hipoteticamente, o mesmo EBIT no ano corrente.

Mas qual seria o impacto da elevação da taxa de juros e, portanto, do custo de capital, para cada uma destas empresas?

Os efeitos ocorrem de três formas distintas:

- a) Se todas têm a mesma dívida no momento inicial, aquela que gera mais caixa consegue reduzir mais rapidamente o seu endividamento e, portanto, paga menos juros;
- b) O custo da dívida costumeiramente não é repassado de maneira linear. Empresas com mais qualidade e/ou previsibilidade de fluxo de caixa tendem a ter mais disponibilidade de crédito. Em períodos de restrição de crédito, o mesmo tende a fluir às de maior qualidade e escassear nas vulneráveis;
- c) O aumento do custo de capital reduz o valor presente dos fluxos de caixa, alterando a avaliação das companhias.

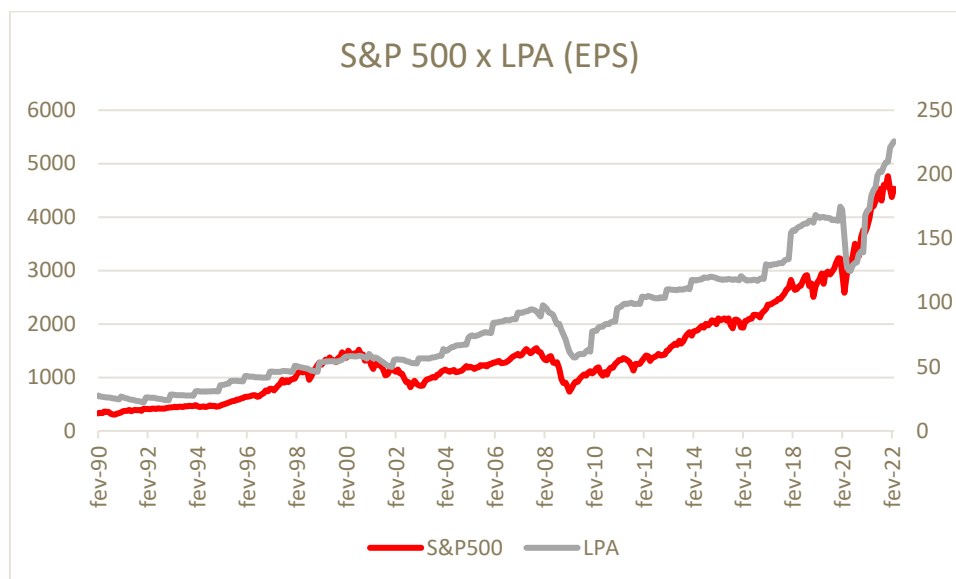
Para efeito ilustrativo, estamos desconsiderando os fatores (a) e (b), e considerando os efeitos apenas de (c).

Uma elevação de UM ponto percentual na taxa de juros e, conseqüentemente, no custo de capital, impactaria as empresas da seguinte forma:

	Avaliação Anterior	Nova Avaliação	Diferença %
EMPRESA "A"	1.187	1.017	-14%
EMPRESA "B"	2.196	1.747	-20%
EMPRESA "C"	1.019	873	-14%

É nítido, portanto, que o efeito da elevação dos juros é mais relevante em empresas de alta qualidade e crescimento do que em empresas estáveis ou cíclicas. No curto prazo, tal percepção desloca fluxos financeiros relevantes que se desfazem de ativos semelhantes à "empresa B" em favor das demais – movimento este que tem sido claramente observado desde o início de 2021 e potencializado pela elevação aguda do preço das commodities (ilustrativamente, é como se o fluxo inicial da "empresa C" fosse deslocado de 100 para 130 repentinamente).

Aos investidores de longo prazo, porém, cabe outra reflexão:



Quando observamos, por exemplo, o movimento histórico do principal índice da bolsa americana (S&P 500) constatamos que o mesmo segue *pari passu* o crescimento do lucro das empresas, aqui representado pelo lucro por ação (LPA – ou em inglês *earnings per share EPS*) para expurgar o efeito do eventual aumento de lucro que venha acompanhado de diluição dos acionistas.

É, portanto, nítido observar que se o preço das ações acompanha, no longo prazo, a evolução dos lucros, o investidor possuidor de bons ativos que são capazes de produzir elevação consistente de lucro no longo prazo acaba sendo recompensado pela valorização de seus ativos.

É possível observar no gráfico apresentado acima que em alguns períodos de curto prazo a relação entre valorização do índice e a evolução do lucro não foi fielmente mantida ao longo desses trinta anos mas, no momento subsequente, volta ao seu curso natural.

O atual período em que vivemos – iniciado mais precisamente em novembro de 2020 e sem uma clareza de quando terminará – tem provocado uma valorização dos ativos cíclicos e maduros em detrimento daqueles que apresentam teses estruturais de crescimento – na contramão do que prevalece na história.

Nós, enquanto gestores com perfil de longo prazo, vemo-nos na contínua obrigação de monitorar as teses de investimento das empresas do nosso portfólio, eliminar aquelas que deixam de apresentar solidez nas histórias de crescimento com qualidade e responsabilidade e abarcar novos investimentos que cabem em nosso perfil.

Embora seja desconfortável observar que boas teses não tem sido valorizadas ao mesmo tempo em que teses frágeis e vulneráveis são, sabemos que com o tempo adequado o retorno supera por larga margem os períodos de espera e por isso mantemos nossa filosofia, processo e valores intactos.

Portfólio e Resultados Operacionais

A eclosão da COVID em 2020 tornou os números daquele ano de difícil comparabilidade. Preferimos, portanto, comparar os resultados de 2021 das empresas do nosso portfólio com aqueles auferidos em 2019, portanto pré-pandemia.

Esta metodologia, contudo, também possui uma limitação, na medida em que o nosso portfólio sofreu modificações ao longo deste período e, portanto, comparar o resultado de algumas empresas que hoje figuram em nossa carteira com 2019 não faria sentido uma vez que não eramos investidores naquela data.

Desta forma, apresentamos abaixo os resultados comparativos de 2021 versus 2019 de duas formas: (a) o portfólio atual e (b) o composto com a carteira investida no final de cada período:

2021 x 2019 - mediana	RECEITA	EBITDA	LUCRO LÍQUIDO
Portfólio Atual	+32,7%	+45,4%	+77,3%
Portfólio Composto	+42,6%	+45,4%	+42,7%

2021 x 2019 - CAGR	RECEITA	EBITDA	LUCRO LÍQUIDO
Portfólio Atual	15,2% aa	20,6% aa	33,2% aa
Portfólio Composto	19,4% aa	20,6% aa	19,5% aa

Independente da metodologia utilizada (portfólio atual ou composto) e independentemente da métrica utilizada (receita, EBITDA ou Lucro Líquido) podemos observar resultados expressivos das empresas investidas, especialmente em um período em que o PIB brasileiro teve um resultado pífio. Importante ressaltar que utilizamos mediana e não média para desconsiderar o efeito de uma eventual empresa que apresentasse resultados muito expressivos e distorcesse a referência.

Neste trimestre reduzimos um pouco o tamanho da exposição em Localiza, Iguatemi e Fleury e aumentamos discretamente a alocação em Locaweb, além de comprar uma nova posição: Omega Energia.

Reflexões sobre evoluções ESG no Brasil

Durante os anos de 2020 e 2021 presenciamos uma “explosão” da temática ESG no Brasil. Aos olhos de uns, em uma visão otimista e celebratória, parecia ser maravilhoso o mercado financeiro rapidamente incorporar os pilares que alicerçam o ESG.

Aos olhares mais críticos e desconfiados – incluindo o nosso – víamos aquilo com enorme reticência. De onde vinha aquela motivação repentina? Era fruto de uma consciência intempestiva? Ou eram atitudes mais oportunistas com fins comerciais que visavam a atração de fluxos financeiros à exemplo do que vem ocorrendo em outros mercados?

A superficialidade com a qual questões densas eram tratadas bem como o descompasso entre discurso e compromisso deixavam bem claro quais eram as reais motivações.

Este panorama mudou. Vemos, de um lado, menos lançamento de produto, menos apropriação de narrativas, menos holofotes sobre o tema vindo de alguns; ao mesmo tempo em que observamos casas que eram distantes do tema se movimentando com mais robustez na questão.

Embora a agenda de compromissos formais esteja ainda infelizmente distante da esmagadora maioria dos “praticantes”, já é possível perceber aqui ou ali um pouco mais de densidade no tema. Concomitantemente, observamos uma depuração em relação a boa parte dos que fizeram muita espuma, mas não passavam da página dois da discussão concreta e compromissos.

Esta organização que começa a ocorrer no mercado é fundamental para que o tema se desenvolva com consistência. Enquanto for visto como nicho, não avançaremos nem nos engajamentos com as empresas, nem na mudança de postura do investidor. Enquanto for visto como classe de ativo – e não um *framework* a ser aplicado a qualquer ativo – seguiremos próximos da estaca zero na evolução do tema.

Estamos em meio à rediscussão de nosso plano de engajamento com as investidas que passa por que tipo de temas, com qual escopo, em que prioridade, com qual interlocução, com qual objetivo, com qual política de escalagem devemos realizar para cada uma das companhias investidas.

Na próxima Carta Trimestral compartilharemos um pouco mais dos detalhes conceituais do plano.

Prêmio Acadêmico FAMA – ESG

Motivados pela enorme distância existente entre o mundo acadêmico nacional e o mercado financeiro brasileiro, lançamos o primeiro “Prêmio Acadêmico – FAMA ESG” que teve seu resultado divulgado no ano passado (leia mais [aqui](#)).

Os resultados nos surpreenderam em todos os sentidos: número de inscritos, qualidade dos trabalhos, diversidade dos participantes, repercussão do evento, entre outros.

Desta forma, sentimo-nos motivados a anunciar a segunda edição do prêmio e agora muito mais fortalecido à partir das parcerias institucionais que selamos e que, claramente, evidenciam a robustez e relevância do mesmo.

Para esta edição, contaremos com o apoio institucional da B3 que será fundamental para dar ainda mais corpo ao concurso e atingir ainda mais instituições de ensino. A Mazars, sexta maior empresa de auditoria do mundo, ficará responsável por toda a parte operacional, robustecendo os processos e governança.

Contamos ainda com a parceria da “MIT Sloan Review Brasil”, publicação de uma das instituições de ensino mais prestigiadas do planeta, “Capitalismo Consciente Brasil”, representante oficial no Brasil do movimento global Capitalismo Consciente, e do “Sistema B”, rede de empresas que comprovadamente possuem responsabilidade e propósito em seus negócios, da qual temos a honra de sermos membros.

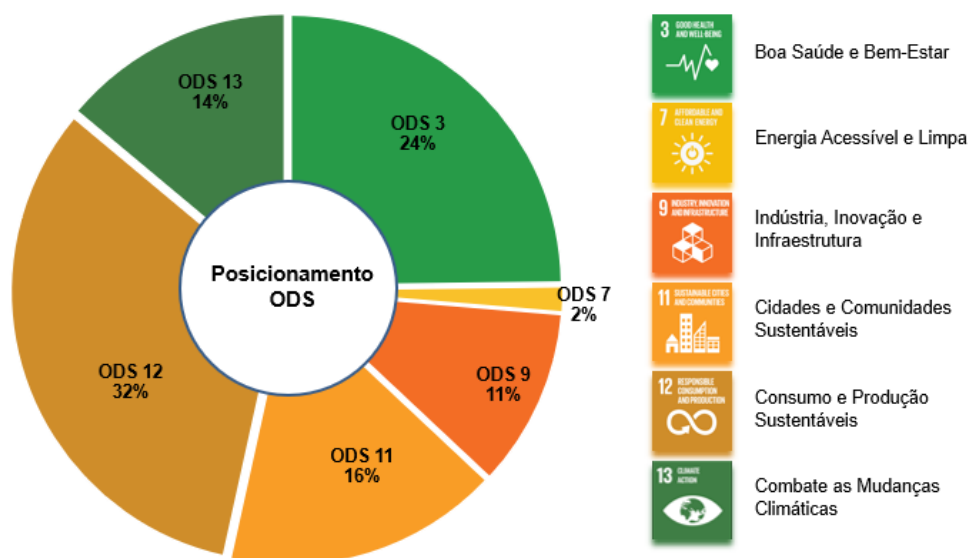
Além disso, contamos com a renovação das parcerias da “Resultante” e “Economática” que já apoiaram o prêmio em sua primeira edição e seguirão fornecendo aos participantes importantes ferramentas para desenvolverem seus trabalhos.

Em breve, através de nossas redes sociais e de nossos parceiros, traremos mais detalhes sobre o prêmio.

Agradecemos a confiança!

Portfólio: alocação ODS

Ao final do trimestre o nosso portfólio era composto por empresas que endereçam, prioritariamente, seis dos ODS (objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU), sendo os mais relevantes o ODS 12 (Consumo e Produção Sustentáveis) e ODS 3 (Boa Saúde e Bem-Estar), que juntos representam 56% de exposição:



Anexo

Ano	FAMA	Índice Bovespa	Acumulado	
			FAMA	Índice Bovespa
1996	64,3%	63,8%	64,3%	63,8%
1997	17,7%	44,4%	93,4%	136,5%
1998	-27,9%	-33,3%	39,4%	57,7%
1999	216,0%	150,9%	340,4%	295,6%
2000	14,6%	-10,5%	404,9%	254,2%
2001	2,5%	-9,8%	417,7%	219,6%
2002	10,2%	-17,8%	470,6%	162,7%
2003	69,5%	97,1%	867,1%	417,8%
2004	67,7%	17,7%	1.521%	509,6%
2005	35,1%	27,1%	2.090%	674,6%
2006	36,4%	33,7%	2.889%	935,8%
2007	40,6%	43,7%	4.102%	1.388%
2008	-42,5%	-41,2%	2.317%	774,5%
2009	118,2%	82,7%	5.173%	1.497%
2010	0,2%	1,0%	5.182%	1.514%
2011	-14,8%	-18,1%	4.400%	1.222%
2012	36,5%	7,4%	6.044%	1.319%
2013	-14,4%	-15,5%	5.159%	1.099%
2014	-11,3%	-2,9%	4.566%	1.065%
2015	-31,5%	-13,3%	3.094%	909,5%
2016	55,2%	38,9%	4.887%	1.303%
2017	45,0%	26,9%	7.133%	1.679%
2018	10,0%	15,0%	7.859%	1.947%
2019	41,6%	31,6%	11.102%	2.593%
2020	2,5%	2,9%	11.378%	2.672%
2021	-22,3%	-11,9%	8.813%	2.341%
2022	5,0%	14,5%	9.259%	2.695%

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nenhum fundo conta com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com a administradora dos fundos da FAMA Investimentos. Para avaliação de performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 meses.

