

FAMA Investimentos

Relatório de Gestão – 4º Trimestre de 2021

Em %	4T21	2021	2020	2019	2018	2017	2016	1 ano	5 anos	10 anos*	Início*
FAMA	-11,4	-22,3	2,5	41,6	10,0	45,0	55,2	-22,3	79,7	98,1	8.813
Ibovespa	-5,5	-11,9	2,9	31,6	15,0	26,9	38,9	-11,9	74,0	84,7	2.341

* estratégia FAMA; desde 29/12/1995

O índice Bovespa quebrou uma sequência de cinco anos consecutivos de altas e recuou 11,9% em 2021, um dos piores desempenhos entre todas as bolsas do mundo.

O desempenho dos diferentes setores do índice foi bastante desigual como podemos ver ao decompor o resultado do ano:

	Atribuição de Performance	Varição % no Ano (média)
Produtoras de <i>Commodities</i>	+5,7pp	+35,1%
Todas as demais empresas	-17,6pp	-18,3%

Ou seja, no ano, as empresas de *commodities* tiveram valorização média de 35% ao passo que as demais integrantes do índice tiveram, em média, uma queda de 18% - uma diferença abissal de 53 pontos percentuais.

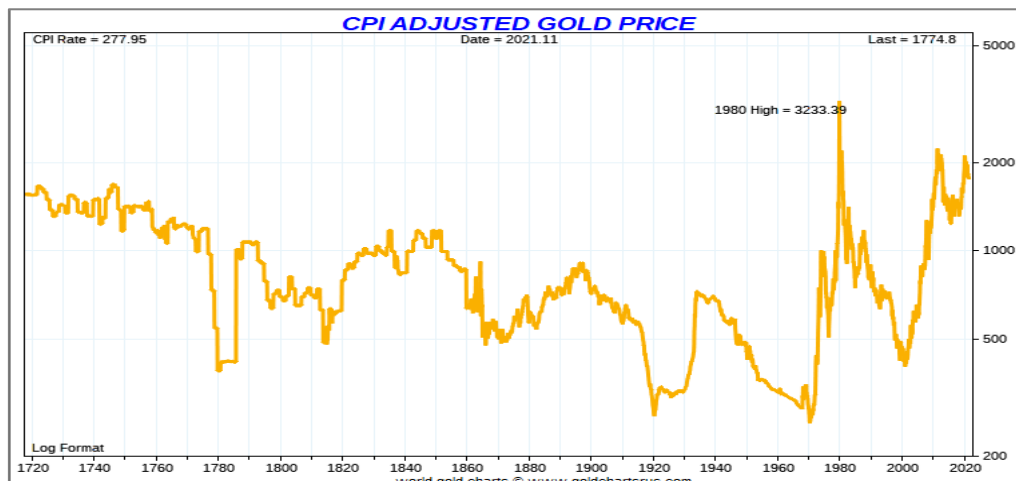
Em relação à atribuição de performance, as empresas de *commodities*, que no seu conjunto representam 32,6% da composição do índice Bovespa, contribuíram positivamente com 5,7 pontos percentuais no desempenho, o que significa que, se hipoteticamente as empresas deste setor tivessem tido o mesmo desempenho das demais (-18,3%), o resultado do Ibovespa no ano teria sido uma queda 23,6%.

O nosso desempenho foi bastante aquém do Ibovespa, muito em função de tradicionalmente não investirmos no setor de *commodities* e, dada a relevância do tema neste ano, discorreremos sobre o assunto a seguir.

Por que historicamente não investimos em *commodities*?

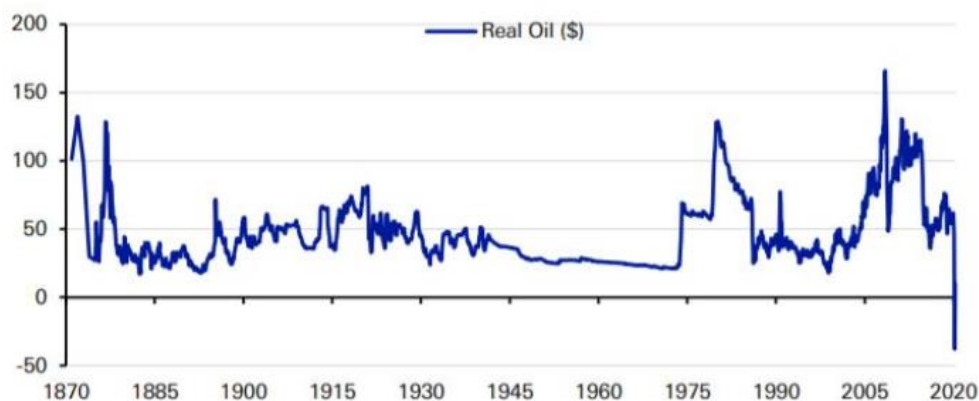
Primeiramente, cabe discutirmos o comportamento histórico e cíclico das *commodities*. Para este fim, tomamos como exemplo o ouro, que é a *commodity* que possui a série mais longa de preços – neste caso, os últimos 300 anos.

Quando observamos o gráfico de preços do ouro desde 1720 ajustado pela inflação (CPI), notamos vários ciclos ao longo da história, mas não há valorização no longo prazo. É evidente que investidores que aproveitam eficientemente os ciclos de altas e baixas conseguem eventualmente obter retornos, embora não haja construção de valor, e as evidências de que ciclos de *commodities* sejam previsíveis é baixa.



O comportamento de outras *commodities* não distoa muito do observado em relação ao ouro. Abaixo, o preço do petróleo em termos reais desde 1870¹ – ou um século e meio de histórico, exatamente com a mesma característica cíclica mas sem apreciação de longo prazo.

Figure 2: The cost of a barrel of oil in real USD terms



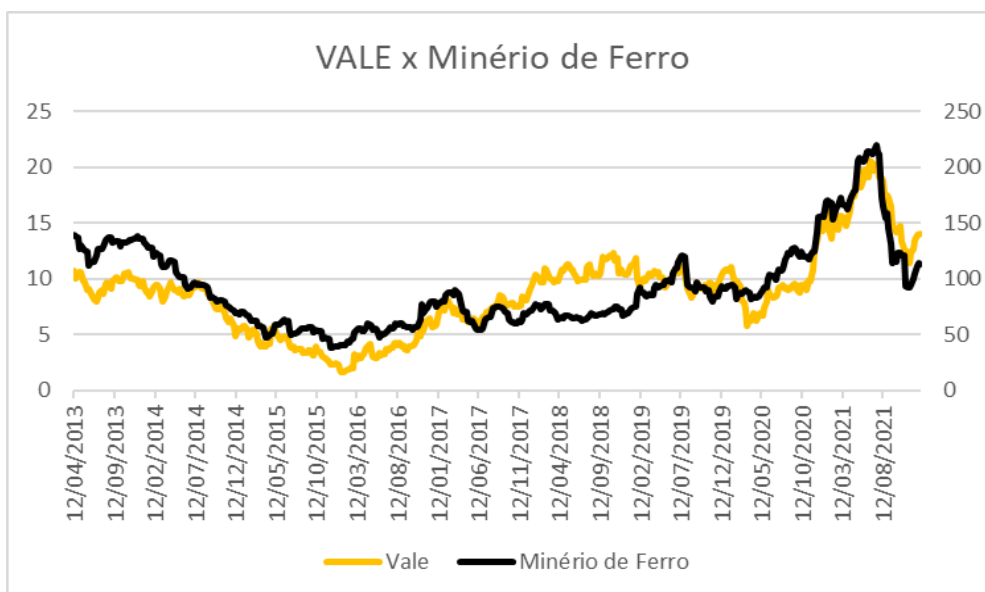
Source: Deutsche Bank, Global Financial Data

É possível argumentar que empresas de *commodities* não são exatamente *commodities* em si e que ao longo do tempo as mesmas podem gerar valor a partir de decisões empresariais de diversas naturezas: aquisições, investimentos, programas de eficiência, etc.

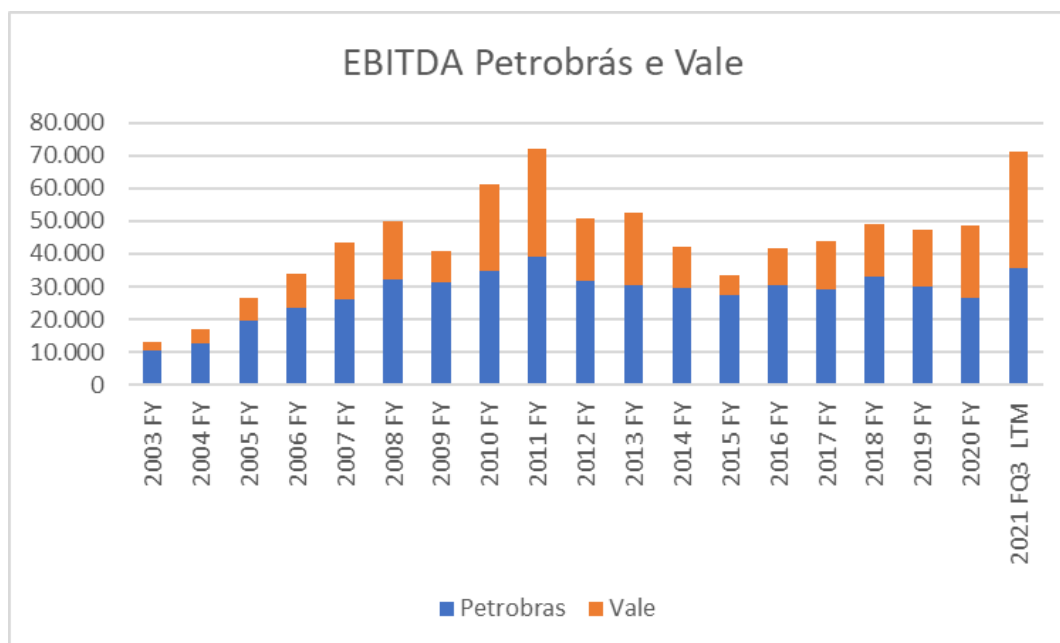
Contudo, não é o que se observa na prática. Como podemos observar mais abaixo, o preço das ações da Vale, por exemplo, é intrinsecamente ligado ao preço do minério de ferro. As questões microeconômicas passam a ter relevância secundária diante das condições macroeconômicas.

Ainda que hipoteticamente a empresa tomasse excelentes decisões operacionais e estratégicas, as mesmas teriam pouco impacto no preço das ações diante de um cenário de queda no preço do minério de ferro. Analogamente, ainda que a empresa fosse ineficiente e pessimamente gerida, o desempenho das ações seria positivo no ciclo de alta do minério.

¹ Gráfico 1870-2020



Outra evidência interessante pode ser constatada quando observamos os resultados operacionais das empresas. Conforme é possível notar no gráfico abaixo, onde o EBITDA da Vale e da Petrobras (em BRL) estão sobrepostos, notamos claramente a ciclicidade dos resultados e pouca capacidade das empresas em crescerem consistentemente.



Cabe ainda ressaltar que empresas deste segmento são grandes emissoras de gases de efeito estufa. Até o presente momento, as companhias não estão sendo financeiramente responsabilizadas pelas externalidades que causam, realidade esta que está na iminência de ser alterada, além das crescentes pressões regulatórias neste aspecto.

É evidente que lamentamos entregar em 2021 um resultado muito abaixo do Ibovespa e bastante distante do nosso histórico. Contudo, é importante questionar qual a consistência desta situação no longo prazo e, mais importante do que isso, em que tipo de empresa gostaríamos de alocar os recursos.

Empresas de altíssima qualidade perderam muito valor em 2021

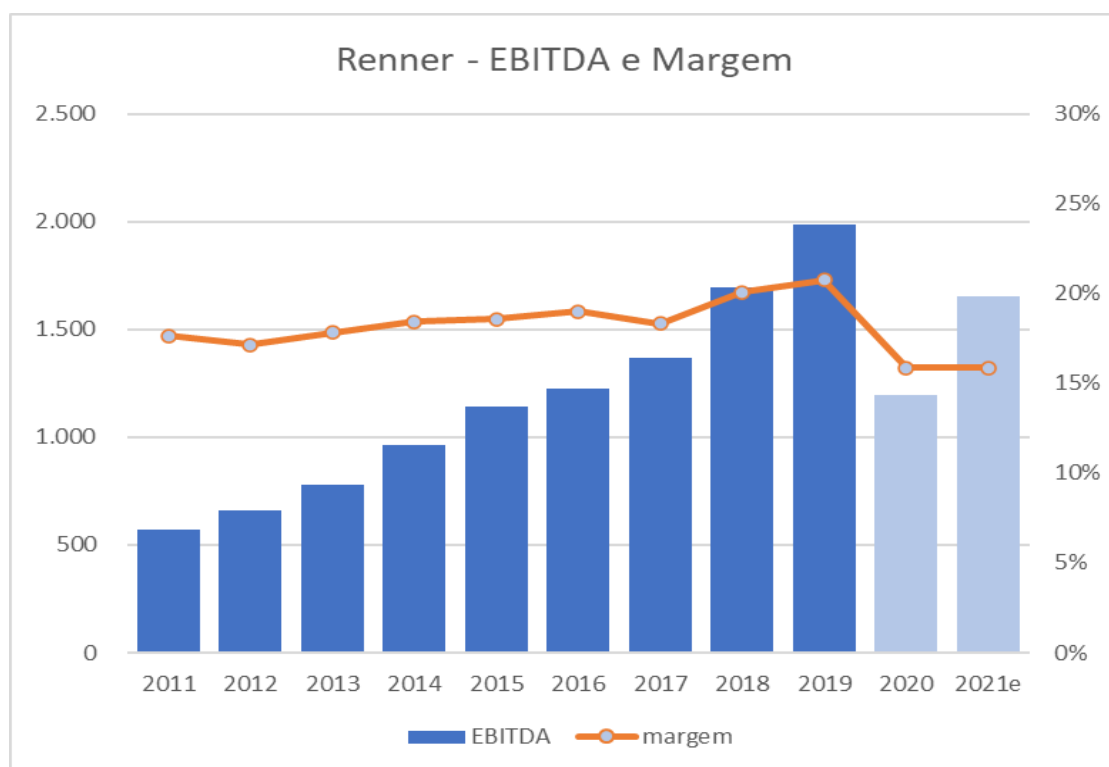
Neste contexto, vale também olharmos para o nosso portfólio e entender se o mesmo está condizente com aquilo que objetivamos.

Ressaltamos que nossa estratégia é alocar capital em empresas de alta qualidade, com vantagens competitivas claras, que apresentem crescimento consistente, que sejam pouco vulneráveis ao cenário macroeconômico e que conduzam seus negócios de forma ética e responsável.

- Caso Renner

Quando observamos o resultado do fundo em 2021, a empresa que contribuiu mais negativamente para a performance foi a Renner (-37%), afetando em -3,2 pontos percentuais o retorno.

Quando examinamos o histórico da Renner, fica evidente que a empresa reúne as características que procuramos, de crescimento consistente e baixa volatilidade de margens. Os números de 2020 e 2021 foram severamente impactados pelos efeitos da pandemia, com lojas fechadas e com restrição de horário, além de menor necessidade temporária de compra dos consumidores que permaneceram mais tempo em casa. Será que isso muda a história de longo prazo da companhia?



Olhar apenas para a fotografia dos números é desconsiderar o que está por trás deles. Muitos advogam que pós pandemia o mundo ficou mais digital e a Renner eventualmente pode ter perdido sua competitividade. No terceiro trimestre de 2019 – período pré-pandemia – a Renner obteve uma receita de e-commerce (GMV) de R\$ 116m, número este que mais que triplicou para R\$ 377m no mesmo período de 2021, sendo a marca mais buscada na web.

Quando olhamos para a receita total, a companhia faturou no 3T21, 18% a mais do que faturava no 3T19, apresentando um dos melhores resultados do varejo nacional. A recomposição de

margens e a volta da empresa ao ritmo anterior de “*compounder*” é uma questão de (pouco) tempo na nossa opinião. Apesar disso, as ações da empresa encerraram o ano em patamar inferior ao que se encontravam no auge da pandemia em 2020.

- **Caso Localiza**

Outra empresa que subtraiu um retorno importante do fundo em 2021 foi a Localiza (-23%), com um impacto negativo de 2,4 pontos percentuais.

Contudo, talvez 2021 tenha sido um dos anos mais importantes para a criação de valor estrutural para a empresa, com a aprovação de sua fusão com a Unidas no CADE, e potencial conclusão da operação com remédios concorrenciais negociados. Os números da Localiza são um pouco mais difíceis de serem lidos diretamente do balanço financeiro da companhia, uma vez que os dados de receita (e portanto de EBITDA) consolidam as atividades de locação e venda de veículos, este último com discricionariedade estratégica da gestão da empresa, e que não pode ser misturada com a recorrência das receitas de locação.

Nos últimos 5 anos, o crescimento da receita com locação de veículos foi de 21% ao ano, a receita total (incluindo venda de seminovos) cresceu 23% ao ano, o EBITDA cresceu 25% ao ano e o lucro líquido cresceu 27% ao ano. Do ponto de vista de retorno, a companhia tem mantido um ROIC spread (ou seja, ROIC acima do seu custo de endividamento) entre 7 e 8 pontos percentuais consistentemente (recentemente inclusive acima disto, por conta do impacto pontual na frota do mercado de seminovos ainda muito aquecido).

A perspectiva que se abre a partir da fusão com a Unidas vai muito além das sinergias operacionais. O mercado em que a Localiza atua está mudando aceleradamente e é importante analisar o cenário competitivo de uma forma diferente: os principais concorrentes da empresa não são mais apenas as outras locadoras. Abriu-se um mercado endereçável muito maior e devemos começar a entender o espaço que a Localiza passa a ter como alternativa à compra de veículos – ou seja, disputando espaço com as concessionárias em um mercado muito maior do que o atual.

A empresa combinada tem uma enorme vantagem na aquisição de veículos pois compra com muito escala. Além do veículo em si, esta vantagem na compra também pode ser observada na aquisição de peças e pneus e na contratação de seguro, além da vantagem fiscal que as empresas de locação possuem. Posto isso, a assinatura de veículos mostra-se muito mais vantajosa financeiramente ante a aquisição, uma vez que boa parte desse benefício é repassado ao cliente. Ao somar as sinergias operacionais e estratégicas oriundas da fusão com a Unidas, além do fortalecimento no segmento de locação de frotas, o crescimento dos resultados deve se manter por muitos anos.

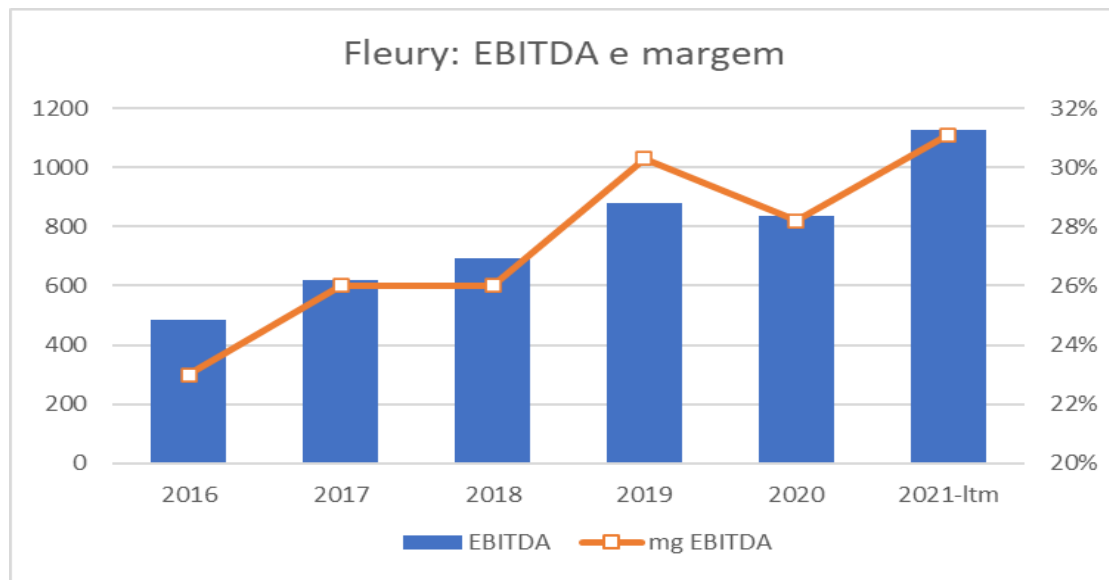
No entanto, as ações se desvalorizaram em 2021 por questões absolutamente conjunturais, como a falta momentânea de veículos novos e a elevação da taxa de juro, uma vez que parte do mercado possui a visão de que a empresa é uma “*bond proxy*”, com o que não compactuamos.

- **Caso Fleury**

As ações do Fleury desvalorizaram 31% no ano de 2021, trazendo um impacto negativo de 2,4 pontos percentuais para o fundo.

A percepção de excelência em relação à marca e aos serviços prestados é praticamente uma unanimidade entre todos *stakeholders* do grupo, mas a percepção sobre a empresa e seu desempenho nos parece mal compreendida.

Ao longo dos últimos anos, o Fleury tem conseguido entregar um crescimento relevante de EBITDA (18,5% ao ano) a partir de melhora da margem, que saiu de 23% em 2016 e atingiu 31,1% nos últimos 12 meses, com apenas uma breve interrupção em 2020, em função da COVID-19.



Contudo, a receita do grupo não tem crescido na mesma proporção. Neste mesmo período, a receita cresceu “apenas” 10,6% ao ano, levando os investidores a entendê-la como uma empresa de baixo crescimento e que, portanto, merece ser negociada a múltiplos muito menores do que as demais empresas do setor de saúde.

Desde 2020, o Fleury tem feito uma reorientação estratégica e está rapidamente avançando em outros mercados. Nas verticais de saúde, o grupo realizou aquisições e entrou nos setores de fertilidade, clínica de olhos, centros de infusão e ortopedia, que juntos possuem um mercado endereçável de R\$ 40 bi anuais, mas que ainda é desprezado pelo mercado por só representar cerca de 5% das receitas correntes do Fleury.

Paralelamente a isso, o Fleury adentrou definitivamente no segmento de *Primary Care* através do SaúdeID, interligando todo o ecossistema de saúde a partir de uma plataforma. A companhia está deixando de ser uma empresa de laboratórios com demanda passiva advinda de prescrições médicas e passando a ser uma plataforma digital que cuida da saúde como um todo, interligando indivíduos, médicos, empresas e planos de saúde.

Esta transformação digital, que é perseguida por muitos investidores, tem sido rapidamente implementada no Fleury, mas ignorada pelos mesmos.

- Casos Iguatemi e LOG

As ações do Iguatemi e LOG Commercial Properties tiveram, de forma combinada, um impacto negativo de 2,6 pontos percentuais no fundo. Ambas têm uma característica distinta das demais empresas do portfólio, apresentando fluxos de caixa bastante estáveis, compondo bem com um portfólio que é predominantemente formado por empresas que crescem consistentemente.

Observamos ao longo dos anos evolução do EBITDA do Iguatemi com leve crescimento e pouco correlacionado com o PIB ou vendas no varejo, especialmente por tratar-se de um portfólio maduro e com ativos *premium*, com baixa taxa de vacância histórica. A recente queda de EBITDA deu-se em função da COVID-19 e restrição de funcionamento nos shopping centers, mas já mostra sinais de recuperação, comprovando a resiliência do negócio².

O caso da LOG tende a ser semelhante no longo prazo, mas a empresa ainda está na fase de construção de portfólio e por isso ainda apresenta crescimento acelerado em seu EBITDA.

Com esta característica de recorrência de fluxos, é absolutamente natural que as ações das empresas se desvalorizem ante o aumento da taxa de juros, especialmente na magnitude em que ocorreu ao longo de 2021.

Porém, no nosso entendimento, essa é uma visão apenas parcial da história.

No caso do Iguatemi, dois pontos chamam a atenção. O primeiro é o rápido crescimento da plataforma Iguatemi-365, que vem se consolidando como um dos principais *marketplaces* de luxo no Brasil, e viabiliza o crescimento das operações da rede Iguatemi em regiões nas quais não haveria justificativa para investimento imobiliário e eram desconsideradas no plano de negócios, abrindo uma nova avenida de crescimento. A pandemia e o fechamento do comércio físico acabaram acelerando o crescimento da plataforma que passou a contar com centenas de marcas e maior cobertura geográfica.

O segundo ponto é a reorganização societária ocorrida no segundo semestre do ano, na qual a holding (Jereissati Participações) se fundiu com a empresa operacional (Iguatemi), passando a ter uma estrutura societária que possibilita o crescimento da companhia via aquisições. Essas novas frentes de crescimento orgânico (*e-commerce*) e inorgânico devem, portanto, se somar à geração de caixa com histórico resiliente.

Há ainda a compreensão equivocada sobre o setor de shopping centers, que enfrenta vários desafios em países desenvolvidos. No Brasil, os shoppings (especialmente os *premium*) têm um papel essencial como centro de lazer e serviços e não podem ser substituídos pelo *e-commerce*. Mais do que isso, por estarem bem localizados em centros urbanos, servem como *last mile* das operações de *e-commerce*, potencializando-as.

O *e-commerce* também deve ser o motor de crescimento da LOG, cujo plano de negócio sempre foi o de focar em ativos fora do eixo Rio-São Paulo, que funcionam em grande medida como uma estrutura *last mile* nestas localidades, alavancando seu papel cada vez mais estratégico no desenvolvimento e diferenciação dos *players* de *e-commerce*. A pandemia, e o consequente aumento da penetração do comércio eletrônico e maior disposição das marcas de seguirem esse caminho, já levou a LOG a revisar para cima seu plano de crescimento duas vezes. O valor das ações, contudo, segue praticamente conectado apenas ao comportamento da taxa de juros.

² O EBITDA de 20/21 inclui efeito positivo de linerização dos descontos durante a pandemia.

Resultados Operacionais robustos & composição do portfólio

Desde 2016 temos expressado em nossas Cartas Trimestrais nossa convicção que empresas dominantes no Brasil tendem a aumentar a sua dominância ao longo do tempo e não são vulneráveis ao ambiente macro adverso.

Os fundamentos para isso são diversos, tais como a concentração do setor financeiro, a volatilidade de variáveis macro-econômicas, o ambiente regulatório (tributário e trabalhista) hostil, a maior competição estrangeira e interna, entre outros.

A súbita contração econômica observada a partir dos efeitos da pandemia mais uma vez evidenciou este aspecto. Após um susto inicial, quando as empresas se retraíram para repensarem suas estratégias, as companhias do nosso portfólio – que reúnem a característica de dominância – retomaram rapidamente seus planos de crescimento e ainda ocuparam espaço de seus competidores, seja pelo ganho de *market share* seja pelo crescimento via aquisições.

Quando comparamos, por exemplo, os resultados do terceiro trimestre de 2021 com o mesmo período de 2019 (pré-pandemia) observamos números extremamente relevantes:

3T21 x 3T19	Receita	EBITDA
Média	+48%	+50%
Mediana	+44%	+49%

As empresas do portfólio apresentaram um EBITDA cerca de 50% superior ao observado em 2019, apesar da contração econômica. Contudo, a percepção sobre a economia mais fraca e indefinição política têm levado os investidores a se desfazerem de posições em empresas domésticas, desconsiderando a capacidade destas empresas de entregarem bons resultados em cenários adversos.

Interpretar o Brasil a partir de uma visão “top-down” tende a ser um erro. Empresas dominantes não seguem a dinâmica da economia.

Em um cenário em que os resultados operacionais se apreciam e o preço das ações depreciam, constata-se uma significativa compressão de múltiplos, configurando-se em um interessante ponto de investimento para o médio e longo prazos.

Diante disso, realizamos algumas alterações na composição do portfólio durante o ano de 2021. Desinvestimos de três empresas e investimos em três outras, encerrando o ano com investimento em 16 companhias, sendo:

Valor de Mercado	Número de Empresas
Acima de R\$ 30 bi	3
Entre R\$ 10 e 30 bi	6
Abaixo de R\$ 10 bi	7

Ainda que exista um *overlap* considerável com o portfólio dos nossos pares entre as maiores empresas da carteira, o mesmo panorama não se repete para as posições em empresas de tamanho intermediário e menores.

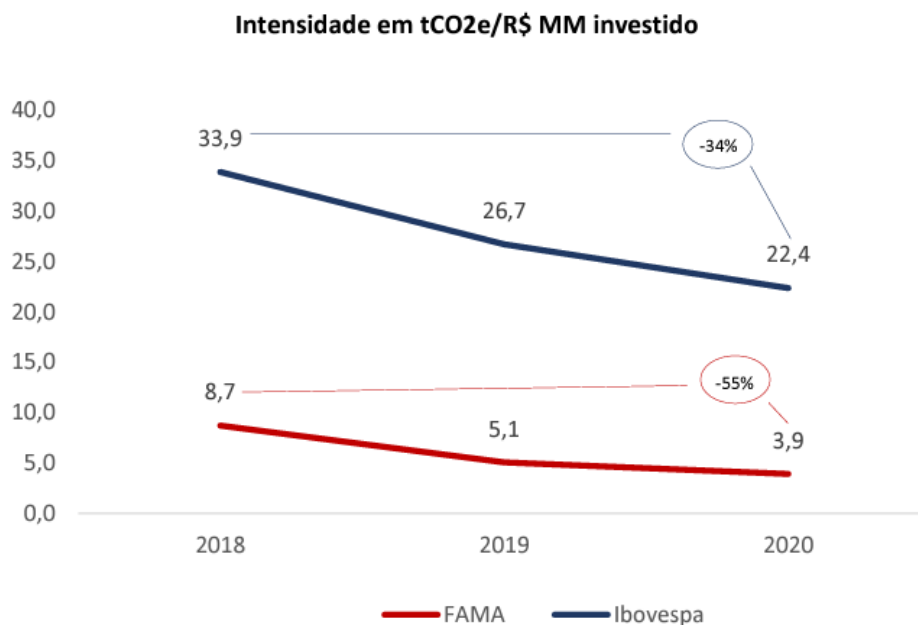
Dentre os nossos dez principais pares, todos investem em NotreDame Intermédica e oito investem em Localiza. Contudo, nenhum deles investe em LogCP, Porto Seguro, Arezzo, Dexco, Fleury, Iguatemi e Klabin (com posições superiores a 1pp). Essas informações podem ser melhor visualizadas na tabela abaixo:

FAMA Portfólio	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	
Localiza											8
Klabin											0
Lojas Renner											5
Iguatemi											0
Fleury											0
Intermédica											10
Raia Drogasil											4
Totvs											2
Dexco											0
Alpargatas											5
MRV											2
Petz											3
Arezzo											0
Porto Seguro											0
Log CP											0
Locaweb											1

Portfólio: pegada de carbono e compromissos ESG

Em 2021, concluímos nosso mais novo relatório de pegada de carbono do portfólio com excelentes resultados. A emissão bruta de CO₂e não só é 83% inferior à do índice Bovespa, como também as emissões foram reduzidas em 55% ante 2018.

Pegada de carbono Portfólio FAMA vs. Índice Ibovespa



Quando examinamos as emissões líquidas (ou seja, considerando também as absorções de gases de efeito estufa pelas empresas que possuem atividades florestais) a pegada de carbono de nosso portfólio é negativa, conforme podemos observar abaixo:

	2018	2019	2020
Pegada bruta (tCO2 R\$ mm investido)	8.7	5.1	3.9
Emissões brutas*	14,758	11,823	10,065
Emissões biogênicas*	25,659	29,087	26,508
(-) Remoções ref. Dexco*	-9,485	-7,632	-9,025
(-) Remoção ref. Klabin*	-30,542	-34,144	-32,736
Emissões líquidas*	390	-865	-5,188

*Emissões em toneladas de carbono equivalente (tCO2e)

O relatório pode ser acessado na íntegra [aqui](#). Nele também contém nossa análise sobre o panorama da crise climática, sobretudo no contexto brasileiro, bem como acerca do desenvolvimento do mercado de carbono.

Durante o ano, além de termos reiterado os compromissos estabelecidos na agenda climática, tivemos o privilégio de participar de um painel na COP26, onde ressaltamos que o problema climático é uma questão de ética ([assista aqui](#)) e cobramos mais empenho das companhias e demais gestores de recursos brasileiros ([assista aqui](#)).

Em 2021 fomos reconhecidos como “Best for The World” na categoria “trabalhadores” diante de nossa cultura organizacional e ambiente de trabalho para os nossos colaboradores.

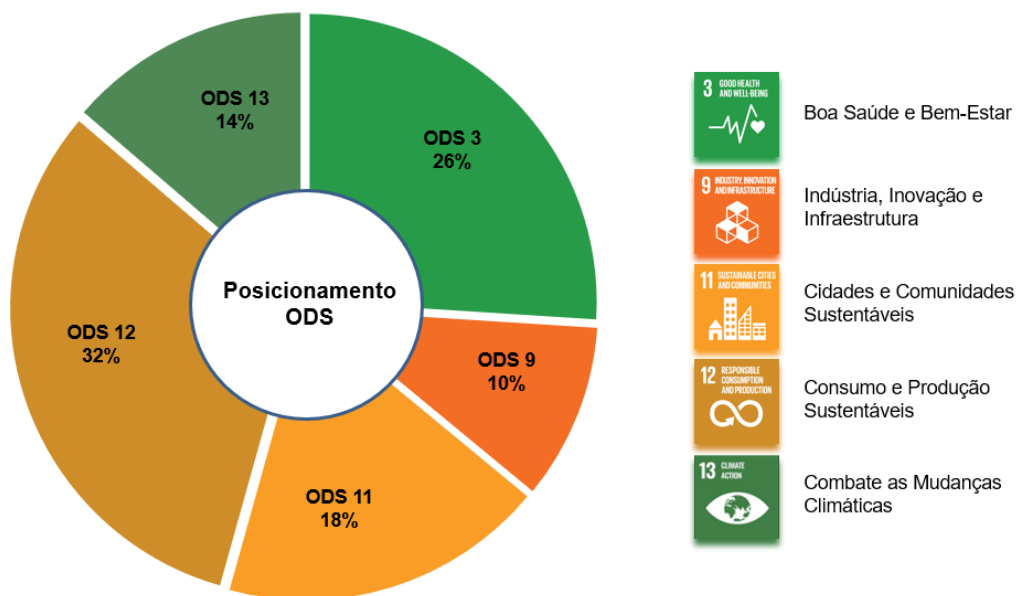
Formalizamos também a nossa política de Investimento Responsável e de *Stewardship* ([acesse aqui](#)) na qual estabelecemos os nossos processos de integração ESG nos investimentos bem como a maneira de exercer nossa influência para o engajamento com as empresas em prol da agenda ESG.

Reiteramos nossos compromissos com os nossos *stakeholders* de buscar as melhores opções de investimento, objetivando altos retornos com consistência de longo prazo sempre investindo em companhias éticas e responsáveis.

Desejamos um excelente 2022 a todos!

Portfólio: alocação ODS

Ao final do trimestre o nosso portfólio era composto por empresas que endereçam, prioritariamente, cinco 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 58% 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%

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.

