

COMENTÁRIOS DO GESTOR

O mês de maio foi caracterizado pela continuidade da volatilidade observada desde o início do ano nos mercados internacionais. O conflito bélico entre Rússia e Ucrânia permanece intenso e sem sinais de conclusão no curto prazo. Todavia, na margem, o efeito sobre os preços das commodities atenuou-se, com estabilização em patamares historicamente elevados. Na China, as apreensões acerca da propagação do Covid-19 se arrefeceram após anúncios de reaberturas em certas regiões. Medidas de estímulo econômico também contribuíram para alistar parcialmente os tenores. Nos EUA, no agregado, os dados macroeconômicos indicam que a atividade segue forte e que as pressões inflacionárias serão desafiadoras para a política monetária do FED. Deste modo, o FOMC elevou a taxa de juros em 50 bps. Diante desses eventos, em maio, a treasury de 10 anos subiu de 2,94% para 2,85%, apesar de ter alcançado quase 3,20% em meados do mês. O S&P ficou virtualmente estável, encerrando o período em 4.132 pontos.



Em relação à conjuntura macroeconômica norte-americana, alguns pontos merecem destaque. Diferentes indicadores apontaram que, apesar da aceleração da inflação, a atividade segue aquecida, propulsada pelo consumo das famílias. Nesse sentido, o consenso do mercado foi superado em múltiplas divulgações, incluindo os números de bens duráveis, payroll e produção industrial. Entretanto, a inflação também superou as expectativas, enquanto que indicadores antecedentes mostram que a atividade pode começar a desacelerar, especialmente assumindo que a política monetária avançar para o campo contracionista, com taxa de juros acima do patamar neutro. Assim, embora o mês tenha se iniciado com preponderância das preocupações sobre a dinâmica inflacionária, exacerbadas por uma comunicação mais dovish do FED após o FOMC, nas últimas semanas predominou a elevação da probabilidade de que a economia enfrente uma recessão no médio prazo.



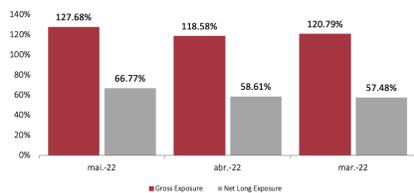
Paralelamente, no Brasil, os dados macroeconômicos suscitaram revisões positivas para o crescimento do PIB em 2022. Em particular, vendas no varejo vieram substancialmente acima do consenso, indicando que, a despeito da inflação galopante, o consumo segue resiliente, favorecido pela demanda reprimida que se acumulou ao decorrer da pandemia. No entanto, similarmente ao restante do mundo, essa dinâmica pressiona a inflação, que continua rodando em níveis elevados e apresentando um índice de difusão alarmante, transparecendo que a alta de preços de bens e serviços está bem disseminada na nossa economia. Consequentemente, o BC elevou a Selic para 12,75% e abriu espaço para uma nova alta de 50 bps na próxima reunião. Comunicações recentes de alguns diretores, em especial Bruno Serra, sugerem que o ciclo deve se encerrar efetivamente em 13,25%, com a Selic permanecendo nesse patamar ao menos até meados de 2023.

Após um fraco desempenho em abril, o Ibovespa voltou a ter uma performance positiva em maio, com alta de 3,2%, mantendo-se como um dos mercados de ações com melhor desempenho no acumulado do ano. Embora o desempenho relativo do Ibovespa tenha sido bom neste ano, acreditamos que o índice ainda está sendo negociado em um valuation muito atrativo. As ações brasileiras estão sendo negociadas a 9,5x P/L, quase dois desvios padrão abaixo da média histórica. Reconhecemos que o aperto monetário nos EUA não ajudará as ações dos mercados emergentes em geral, mas continuamos acreditando que o Brasil está relativamente bem posicionado no atual ambiente geopolítico desafiador. Em nossa opinião, as taxas de juros reais de longo prazo em 5,7% implicam riscos políticos e fiscais significativos. Vemos espaço para que as taxas reais de longo prazo callem ainda este ano, principalmente se os principais candidatos presidenciais do Brasil se comprometerem com a disciplina fiscal na campanha. Naturalmente, a queda das taxas de longo prazo será um importante ganho para os preços das ações no Brasil. Por outro lado, o crescimento estruturalmente baixo do Brasil pode limitar o interesse dos investidores em ações brasileiras. Uma agenda de reformas mais agressiva, privatizações e leilões adicionais de infraestrutura podem contribuir para o aumento desse interesse.

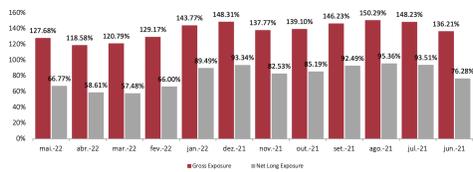
Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: a deterioração das contas fiscais do Brasil; guerra entre Rússia/Ucrânia se estendendo por mais tempo e os consequentes impactos na inflação e no crescimento global; confinamento na China devido a políticas de covid zero e os consequentes impactos no crescimento da economia local e nas cadeias de suprimento global; e alta nas taxas de juros americanas ocorrendo em magnitude e velocidade maiores do que as esperadas pelo mercado. Em relação ao fundo Compass LB, aumentamos a posição Net Long para aproximadamente 67% no final de maio, vindo de aproximadamente 58% no final de abril. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada nos setores de siderurgia/cimento, bancos, varejo, educação e consumo; e diminuímos a posição comprada no setor de petróleo. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em Itau e Cosan; e as maiores perdas nas posições compradas em Desktop e Hapvida.



Historical Exposures



Main Net Long Sectorial Exposure



Maiores Ganhos:

Itau: A boa performance do Itau no mês de maio se deve principalmente à divulgação de resultados do banco e a menor preocupação do mercado em relação ao ambiente competitivo visto que as fintechs tendem a sofrer mais no atual cenário macroeconômico com o aumento do seu custo de captação. Dessa forma vemos hoje o Itau sendo negociado a 8,1x P/E 2022e e 1,5x P/BV 2022e, o que ainda nos parece atrativo para um banco com ROE de 20% e um resultado bastante resiliente.



Cosan: A Cosan teve um bom desempenho durante o mês, depois de uma performance fraca no mês de abril. Acreditamos que a alta no mês seja por um resultado melhor do que o esperado e perspectivas bem positivas, para as principais empresas da holding, divulgadas durante o investor day que ocorreu no mês de maio. Continuamos com a posição comprada na ação, pois vemos a empresa com valuation atrativo, ainda mais levando em consideração a sólida capacidade da companhia na alocação de capital e o grande potencial de crescimento das principais empresas do grupo.

Maiores Perdas:

Desktop: A Desktop é uma provedora de banda larga com tecnologia de fibra óptica localizada no estado de São Paulo e possui 667 mil clientes. Beneficiando-se do aumento da penetração da banda larga, substituição de tecnologia antiga e consolidação do mercado, o crescimento de clientes de fibra óptica no Brasil tem sido impressionante nos últimos anos (CAGR 18-21: 99%). No entanto, acreditamos que ainda há oportunidades de crescimento significativas. A penetração da banda larga no Brasil é de apenas ~18 acessos por 100 pessoas vs. ~32 nos países da OCDE, existem mais de 14 milhões de assinaturas com tecnologia antiga (cabo de cobre e cabo coaxial) que fornecem uma conexão com qualidade muito inferior e devem ser substituídos por cabos de fibra óptica e, por fim, existem mais de 10 mil empresas que prestam serviços de banda larga no Brasil, a maioria delas muito pequenas e sem recursos e "know-how" para construir uma rede de alta qualidade. Dessa maneira, também vemos uma grande oportunidade de consolidação neste setor. Acreditamos que a recente performance ruim das ações está relacionada às condições macroeconômicas, uma vez que as pressões inflacionárias estão aumentando e os players de telecomunicações não são capazes de repassar totalmente a inflação para os preços, e o baixo crescimento do PIB também contribui com o aumento da inadimplência e, consequentemente, do churn. Além disso, os investidores parecem cautelosos em aumentar a exposição a small caps com baixa liquidez. Por fim, a concorrência também é um risco constantemente mencionado pelos analistas, porém nós monitoramos mensalmente o cenário nas principais cidades da Desktop e não observamos nenhum aumento relevante da concorrência. Em suma, vemos a ação negociando a 6,1x EBITDA 2022e, um valuation que não reflete as enormes oportunidades de crescimento da companhia (mencionadas acima) e pressupõe um cenário de concorrência extremamente acirrada, com um nível de rentabilidade comparável aos players do segmento de telefonia móvel, que não acreditamos que seja justificável. O segmento móvel é mais intensivo em capital do que a banda larga a cabo, mais de 40% dos clientes móveis são pré-pagos versus 100% pós-pagos em banda larga (churn de clientes pré-pagos é muito maior) e o custo marginal para adicionar um cliente móvel é muito inferior ao da banda larga. Favorecendo também um ambiente mais competitivo. Para concluir, acreditamos que uma vez que as condições macroeconômicas melhorarem e a companhia cumpra seu plano de negócios, a ação deve apresentar uma boa performance. Portanto, continuamos comprados em Desktop.

Hapvida: A ação da Hapvida teve uma performance ruim no mês de maio, devido a um resultado fraco no primeiro trimestre em termos de crescimento na aquisição de novas vidas, assim como um aumento no MTR (despesa com sinistralidade médica) maior do que o mercado esperava. Além disso, possibilidade de aprovação do projeto de lei que cria um piso para o salário dos profissionais de enfermagem também contribuiu para o desempenho ruim das ações no mês. Apesar de um curto prazo ainda desafiador, em virtude da piora nos dados operacionais e também dos ruídos relacionados aos projetos de leis discutidos no congresso, ainda vemos uma ótima assimetria no papel e achamos que boa parte das sinergias que virão da fusão com a Intermédica, assim como o potencial de crescimento da empresa, ainda não estão refletidas no preço da ação. Em razão disso, continuamos com a nossa posição comprada.



FACTSHEET