

“As probabilidades mudam conforme nossa posição nos ciclos muda. Se não mudarmos nossa postura de investimento à medida que essas coisas mudam, seremos passivos em relação aos ciclos; em outras palavras, estamos ignorando a mudança para inclinar as probabilidades a nosso favor. Mas se aplicarmos algum insight sobre os ciclos, podemos aumentar nossas apostas e colocá-las em investimentos mais agressivos quando as probabilidades estão a nosso favor, e podemos tirar dinheiro da mesa e aumentar nossa defesa quando as probabilidades estiverem contra nós.” – Howard Marks¹

Nesta carta, iremos abordar um dos pilares da nossa estratégia de investimento: a exposição em empresas que estão passando por uma inflexão de seu ciclo de negócios. Descreveremos o racional que acreditamos justificar esse pilar e como ele pode gerar melhores retornos a longo prazo, exemplificando através de investimentos que fizemos em ativos cíclicos que estavam em momentos de inflexão e uma discussão sobre a nossa tese de investimento em Porto. Por fim, iremos comentar a performance semestral do fundo.

Os Ciclos

Empresas, por definição, possuem um valor intrínseco. Este valor, embora varie ao longo do tempo, não deveria mostrar grandes flutuações no curto prazo. O valor intrínseco deveria refletir os fundamentos de longo prazo dos ativos e, portanto, não sofreria grandes mudanças por conta de situações e fatores passageiros. Entretanto, este valor não é observável pelos agentes do mercado, tornando sua mensuração uma tarefa teórica e exposta à sensibilidade nas premissas adotadas por cada investidor. A divergência entre as premissas adotadas por cada agente leva a estimativas de valor justo conflitantes, uma das razões pela qual os preços das ações flutuam muito mais do que o valor justo das companhias. A flutuação excessiva do preço de ativos é tema de vários estudos que buscam identificar as causas desse fenômeno, sendo que as explicações variam desde a assimetria de informações a vieses comportamentais dos investidores. Porém um tema especificamente nos chama atenção: o ciclo de negócios.

Ciclos podem ser identificados nos mais diversos aspectos da economia, por exemplo: nos padrões de exportação e importação de determinado país, na formação bruta de capital fixo, no crescimento do PIB, na concessão de crédito ao consumidor ou, de especial interesse para o assunto desta carta, na dinâmica de retornos de uma dada indústria ou setor econômico. Um dos mais importantes ensinamentos sobre a economia é que agentes econômicos respondem a incentivos e é esse princípio que rege o ciclo de negócios de uma indústria.

¹ Mastering the Market Cycle (p. 9) | “The odds change as our position in the cycles change. If we don’t change our investment stance as these things change, we’re being passive regarding cycles; in other words, we’re ignoring the change to tilt the odds in our favor. But if we apply some insight regarding cycles, we can increase our bets and place them on more aggressive investments when the odds are in our favor, and we can take money off the table and increase our defensiveness when the odds are against us.”

Para fins ilustrativos, imaginemos uma empresa que desenvolve algo inovador, como um novo componente eletrônico capaz de substituir um produto já existente utilizado na indústria de bens duráveis. Rapidamente, a empresa inovadora começa a capturar uma parcela cada vez maior do mercado dada a eficiência e novas funcionalidades do produto lançado. Como o produto é escasso – existe apenas um único fornecedor nesse exemplo – os preços cobrados são mais altos do que seria possível em uma situação de maior competitividade na indústria. Nesse momento inicial, a empresa inovadora obtém margens muito saudáveis e um retorno sobre o capital empregado muito acima do custo do capital, destravando valor a seus acionistas e incentivando investimentos na própria operação.

Entretanto, o mercado não é estático e os concorrentes que estão sofrendo com a perda de faturamento começam a se mexer. Observando os retornos extraordinários obtidos pela empresa inovadora, as concorrentes também começam a investir no desenvolvimento de produtos alternativos. Após algum tempo, os investimentos geram frutos e esses produtos concorrentes começam a ser comercializados. A partir desse momento, o ciclo de negócios muda de dinâmica, uma vez que a situação competitiva da indústria se torna muito mais acirrada e os antigos preços praticados pela empresa inovadora original são corroídos por ofertas agressivas da concorrência. As margens obtidas na situação anterior não se mantêm e o retorno sobre o capital do setor cai de forma acentuada.

O problema é multiplicado pelo fato de que, durante o período de bonança, os empresários tendem a extrapolar para o futuro as tendências observadas no presente, confundindo o cíclico pelo secular. As expectativas arrojadas dos agentes normalmente levam a um nível de investimento mais alto do que o ideal e, como os investimentos possuem normalmente um tempo de maturação alongado, a indústria tende a mostrar uma sobreoferta no pior momento do ciclo – boa parte da nova capacidade de produção que começou a ser construída em um momento economicamente favorável entra em operação quando os retornos na indústria já estão deprimidos, contribuindo para uma piora incremental na qualidade da indústria. Quanto mais forte o ciclo tenha sido na subida, mais ele tende a ser doloroso na crise.

Nesse cenário, os novos incentivos enfrentados pelos agentes novamente são cruciais para o ciclo de negócios. Absorvendo o novo contexto setorial, as empresas começam a reduzir gradualmente a capacidade de produção da indústria, seja através de fechamento de fábricas pouco rentáveis, ajuste de quadro de pessoal, venda de ativos ou outras iniciativas de reestruturação corporativa. Assim como no ciclo de alta, os agentes também costumam extrapolar a situação pessimista do presente e começam a adotar uma postura voltada à preservação de caixa. Com a diminuição gradual da oferta e o congelamento de novos investimentos, a indústria se coloca em posição para sair do ciclo de baixa e, conforme a demanda reage às mudanças na oferta, reajustes de preço e recuperação de margens são viabilizados e o ciclo de negócios é reiniciado.

Como podemos ver, retornos acima do custo de capital tendem a incentivar a competição, gerando um padrão cíclico na rentabilidade de setores em que a oferta não é regulada. Embora o exemplo acima não seja exaustivo, ou seja, não trata de todas as situações que podem levar ao surgimento de

padrões cíclicos nos retornos do capital empregado, ele ilustra bem como a rentabilidade da indústria é a principal variável que guia as ações dos agentes econômicos.

As Oportunidades de Posicionamento em Ciclos

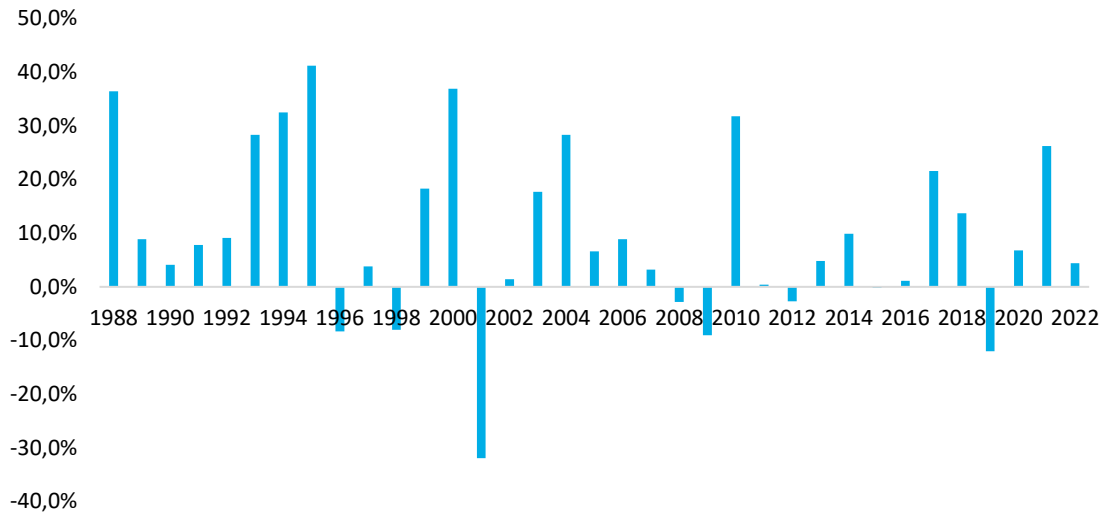
Teoricamente, a ciclicidade nos retornos deveria ser antecipada pelos investidores na bolsa. Se fosse possível observar o valor justo, flutuações cíclicas não deveriam interferir nos preços dos ativos já que o valor intrínseco consideraria a dinâmica de rentabilidade atual e futura. Entretanto, dada a incerteza associada com qualquer estimativa do real valor de uma companhia, o mercado costuma apresentar oportunidades de investimento relevantes ao longo do ciclo de negócios.

Assim como os empresários de nosso exemplo, os investidores no mercado também extrapolam as tendências do presente, o que faz com que ações de empresas que estejam passando por um momento cíclico difícil sejam precificadas com descontos por vezes excessivos e com que as empresas em um ciclo de alta sejam precificadas com um prêmio ao valor justo. Existe uma dificuldade inerente de lidar com situações que fogem de uma lógica linear e adentram no campo das mudanças exponenciais e é isso que cria a oportunidade para que investidores posicionados contrários ao ciclo se beneficiem de bons retornos.

Alinhados com nossa estratégia, ao analisarmos teses em indústrias que apresentam um comportamento cíclico, focamos em estudar companhias que estejam passando por uma inflexão de um ciclo de baixa para um ciclo de alta, momento em que o sentimento de mercado sobre uma empresa pode mudar abruptamente de um pessimismo exacerbado para um otimismo desmedido, levando a uma reprecificação relevante das ações de uma companhia. De forma concreta, existem inúmeros tipos de situações cíclicas que podem ser exploradas pelos investidores que se propõem a estudar teses de inflexão:

- **Ciclo de investimento / inovação:** como no exemplo da seção anterior, ciclos de investimento em capacidade produtiva e desenvolvimento de novos produtos/serviços podem ser responsáveis por levar a variações significativas nos retornos sobre o capital de uma indústria por conta de sobreoferta generalizada. Uma indústria caracterizada por essa dinâmica é a de semicondutores. Como podemos ver no gráfico abaixo, momentos de desembolsos importantes em capacidade produtiva (como no período da bolha da internet) foram sucedidos de quedas relevantes de faturamento da indústria dado que as premissas de demanda utilizadas para justificar a expansão da capacidade produtiva não se concretizaram e os preços foram comprimidos pela dura competição no mercado. Embora o comportamento do setor seja cíclico, tendências seculares de consumo levaram a indústria a crescer mais de 17x desde 1988 (8% de crescimento ao ano em média), indicando que mesmo indústrias em pleno crescimento também apresentam comportamentos claramente cíclicos.

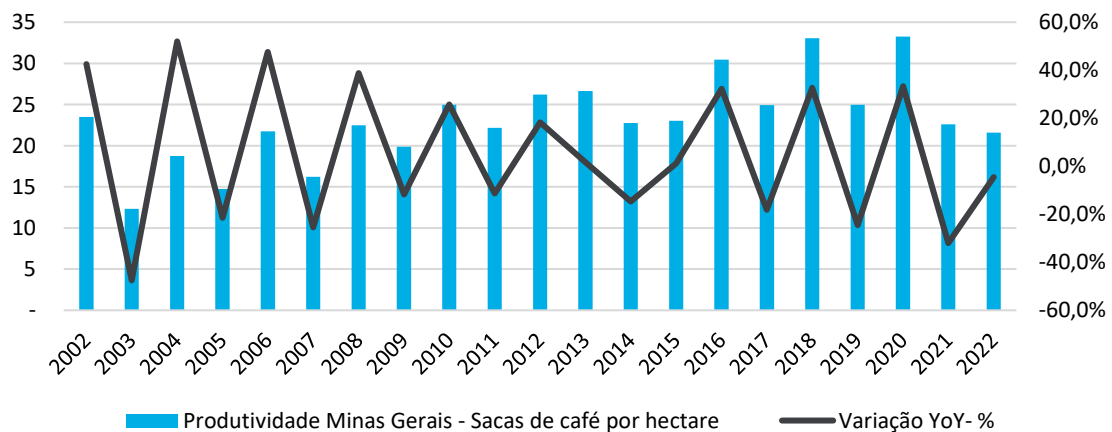
Vendas da indústria global de semicondutores - Variação Anual (%)



Fonte: WSTS.

- Impactos de fatores exógenos:** a indústria de produção de *commodities* agrícolas e minerais é costumeiramente rotulada como uma indústria cíclica. Além de estar extremamente exposto aos ciclos de investimento, o setor de *commodities* também é influenciado por fatores exógenos esporádicos que causam flutuações cíclicas na indústria. Por exemplo, fatores climáticos e ambientais são cruciais para a definição da produtividade das safras globais: eventos climáticos como o *El Niño* e *La Niña* podem beneficiar ou prejudicar a produtividade de certas áreas; secas e geadas podem levar a quebra da safra de grãos de um país; pragas podem dizimar grandes áreas cultivadas etc. Todos esses fenômenos são capazes de gerar um desequilíbrio geralmente pontual entre a demanda e oferta das *commodities*, afetando os preços de negociação e a margem dos produtores.

Café - Produtividade em Minas Gerais



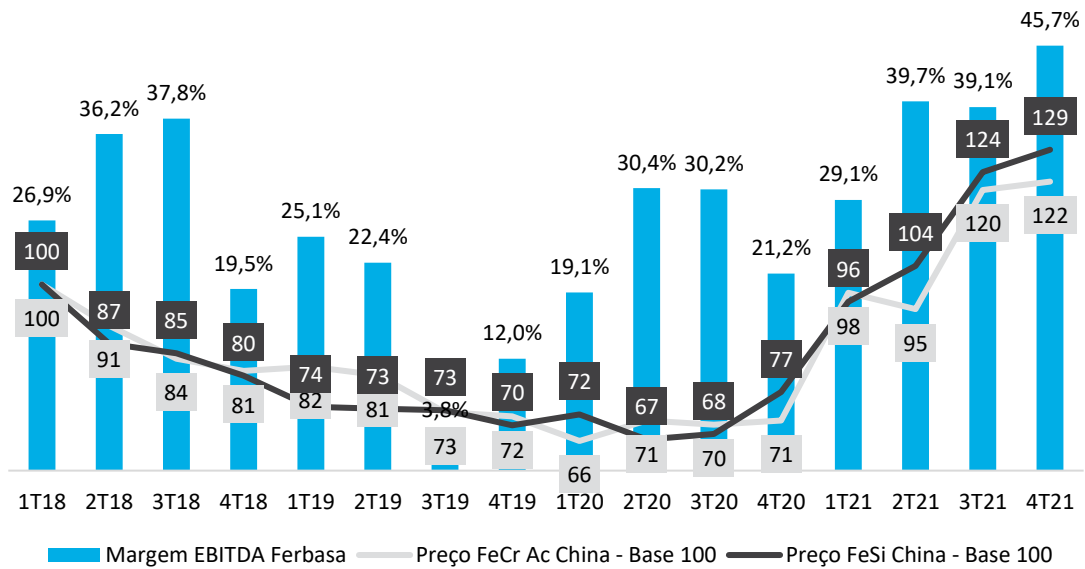
Fonte: CONAB.

- **Variações na demanda:** mudanças repentinas nos padrões de consumo de determinado produto podem impactar fortemente a cadeia de produção, levando a aumentos ou quedas nos preços e modificando a rentabilidade da indústria. Essa dinâmica pôde ser observada com clareza na pandemia, quando o advento do *home office* impulsionou as vendas de *tablets* e computadores para o trabalho remoto. A demanda aquecida em conjunto com uma oferta restrita dada as dificuldades na importação de componentes levaram a preços atipicamente altos e margens de lucro muito favoráveis aos produtores durante um breve período. Com a gradual volta à normalidade, a demanda por equipamentos eletrônicos arrefeceu fortemente dada a vida útil longa dos aparelhos e por conta de a renda disponível dos consumidores estar sendo direcionada para outros tipos de bens e serviços que não puderam ser consumidos no período de *lockdown* (entretenimento, turismo, restaurantes etc.), o que, conseqüentemente, vem reduzindo o retorno sobre o capital da indústria de eletrônicos como um todo.
- **Precificação e estrutura de custos:** algumas indústrias possuem estruturas de precificação de seus produtos que tendem a gerar certa volatilidade na rentabilidade. Por exemplo, empresas siderúrgicas no Brasil costumam fechar contratos anuais com seus clientes do setor automotivo. Ao fechar contratos de maior duração, as empresas ficam parcialmente expostas ao descasamento entre os preços de venda e os custos de produção. Caso a cesta de insumos registre uma inflação muito acima do que foi embutida no contrato com o cliente, a empresa absorverá o aumento de custos através da perda de rentabilidade. Na situação inversa, em que os insumos registram uma deflação, a empresa se beneficiaria com margens atipicamente altas durante a vigência do contrato, gerando, dessa forma, um padrão cíclico de rentabilidade.

Leitores de nossas outras cartas poderão identificar os comportamentos cíclicos citados acima em quase todas as teses que foram discutidas anteriormente, sejam os fatores exógenos que guiaram nosso investimento em Ferbasa ([carta 1](#)), o ciclo de investimentos que balizou nossas teses no setor de *Properties* ([cartas 2](#) e [carta 3](#)), assim como as questões de precificação e estrutura de custos que foram essenciais para nosso investimento no Banco ABC ([carta 4](#)). Ao longo da próxima seção, exploraremos como os princípios dos ciclos de negócio discutidos nessa introdução foram cruciais para nosso investimento em Porto².

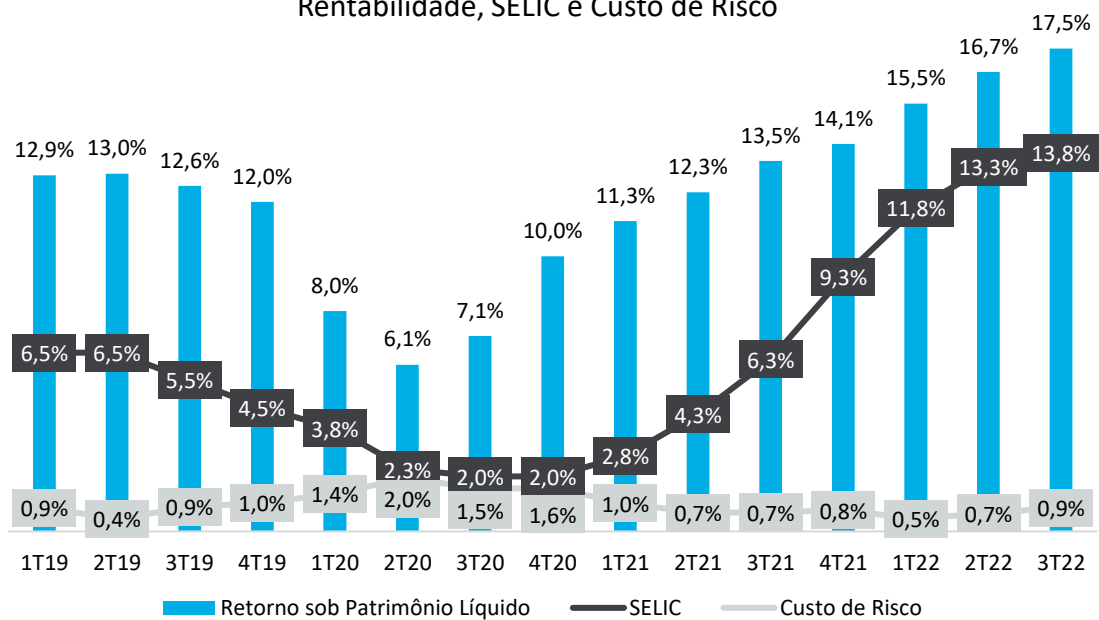
² Para quem se interessar em se aprofundar mais no tema de investimento em ciclos, utilizamos e recomendamos principalmente duas obras: i) *Mastering the Market Cycle*, do autor Howard Marks; e ii) *Capital Returns*, do editor Edward Chancellor.

Ferbasa: Preço Ferro Cromo, Ferro Silício, e Margem EBITDA



Fonte: Fastmarkets - Metal Bulletin, Ferbasa.

Rentabilidade, SELIC e Custo de Risco



Fonte: Banco Central do Brasil, ABC.

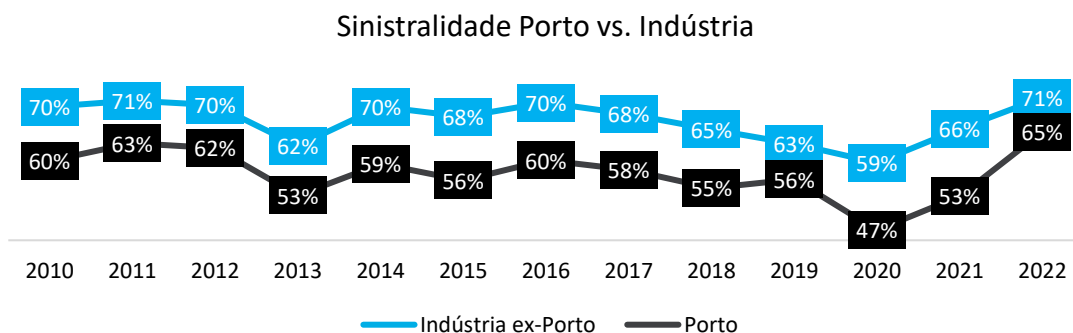
Case de Investimento – Porto

“Os preços dos seguros são estabelecidos com base em estimativas de custos de sinistros esperados e custos de emissão e administração da apólice. As estimativas e suposições usadas para desenvolver a política de preços podem acabar sendo imprecisas. Isso pode ser devido a suposições ruins, mudança de ambientes legais, aumento da longevidade, catástrofes climáticas maiores do que o esperado ou descobertas de pesquisas sobre as causas de doenças (por exemplo, amianto, tinta com chumbo).”

O risco de subscrição é especialmente alto durante os períodos de mercados “suaves”, quando a concorrência entre as seguradoras e o excesso de reservas levam a preços agressivos das apólices.” – Doron Nissim³

Iniciamos o investimento em Porto em julho de 2022 e nos desfizemos da posição em fevereiro de 2023. Nesse intervalo, a ação se valorizou em 54,02% e contribuiu com 2,05% para o retorno do fundo.

A Porto é uma *holding* cujo principal negócio é a seguradora, porém atua também em saúde, serviços bancários e outros serviços. Com uma forte marca e milhões de clientes entre as verticais, a companhia é líder de mercado em diversos produtos, tais como seguro Auto e Patrimonial, além de um bom e crescente *market share* em outros produtos como consórcios e serviços de assistência. A combinação de uma forte marca, essencial para a obtenção de *pricing power*, e da liderança de *market share*, que possibilita ganhos de escala, resulta em uma sinistralidade estruturalmente abaixo da indústria. Tal resultado pode ser verificado através do índice de sinistralidade da Porto no ramo automotivo, que foi 9,8 pontos percentuais abaixo da indústria na década passada.

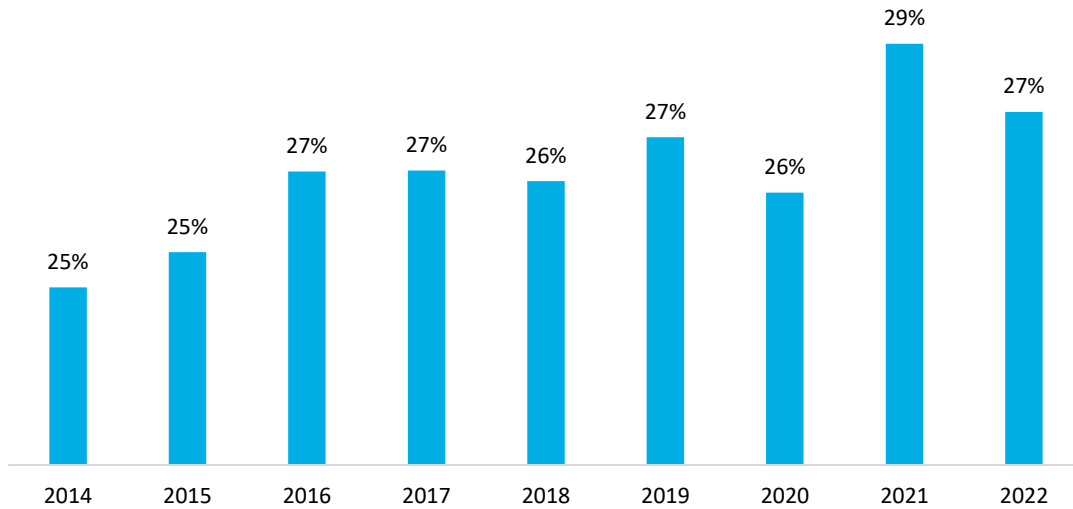


Fonte: SUSEP.

³ Analysis and Valuation of Insurance Companies (p. 44) | “Insurance prices are established based on estimates of expected claim costs and the costs to issue and administer the policy. The estimates and assumptions used to develop policy pricing may prove to ultimately be inaccurate. This may be due to poor assumptions, changing legal environments, increased longevity, higher than expected weather catastrophes, or research breakthroughs as to the causes of diseases (e.g., asbestos, lead paint).

Underwriting risk is especially high during periods of “soft” markets, when competition among insurers and excess reserves lead to aggressive pricing of policies.”

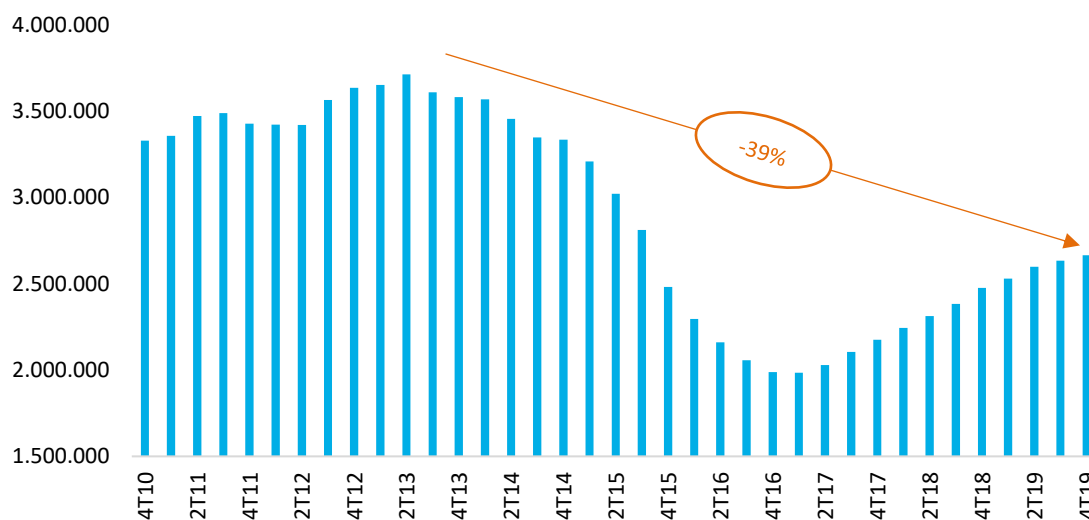
Market Share da Porto em Auto



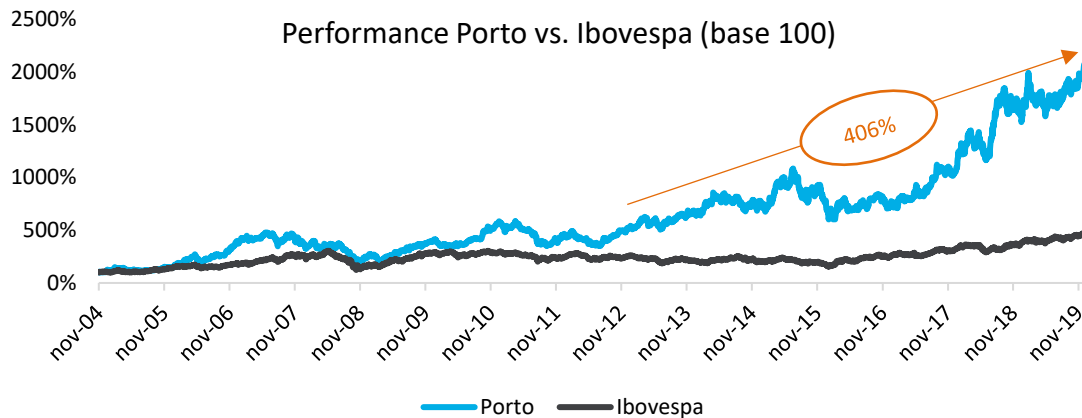
Fonte: SUSEP.

O excepcional *track record* operacional da Porto também se traduziu em um bom investimento para seus acionistas. Historicamente a Porto performa acima do Ibovespa em qualquer janela de 5 anos desde seu IPO, em 2006. Mesmo em um cenário macro desfavorável, onde o licenciamento de novos veículos sofre há anos, a Porto entrega consistente crescimento com boa rentabilidade, e por consequência suas ações têm se valorizado.

Vendas Domésticas (Passeio + Comerciais Leves)



Fonte: ANFAVEA.

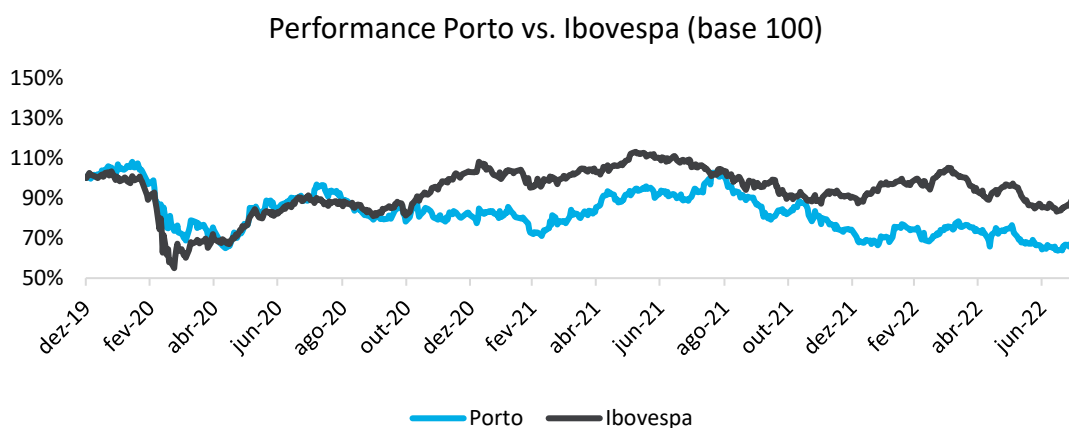


Fonte: Bloomberg.

Porém acreditamos que as características e a qualidade da Porto já sejam conhecidas pelo mercado. Nosso objeto de discussão nesta carta é a natureza da indústria em que a Porto atua, fazendo dela um clássico ativo cíclico, onde os resultados do ativo são sensíveis ao momento do ciclo de negócios. Quando investimos na Porto, em 2021, a empresa estava passando por um momento operacional desafiador e a principal razão pela qual realizamos o investimento foi justamente a crença de que seus resultados estavam em um momento de inflexão, com os principais segmentos apresentando uma tendência de melhora de rentabilidade perante o que foi um dos piores ciclos de baixas da história da companhia.

O Ciclo de Baixa

Para entender as premissas que indicariam uma virada de ciclo, vamos contextualizar os fatores que levaram a empresa a entrar em um ciclo de baixa. Entre 2021 e 2022, a Porto teve resultados aquém do esperado em: i) suas principais linhas de seguro; ii) saúde; iii) previdência; iv) banco; v) outros serviços; e vi) até mesmo no resultado financeiro da tesouraria. O resultado foi uma queda expressiva no preço da ação em 2022.



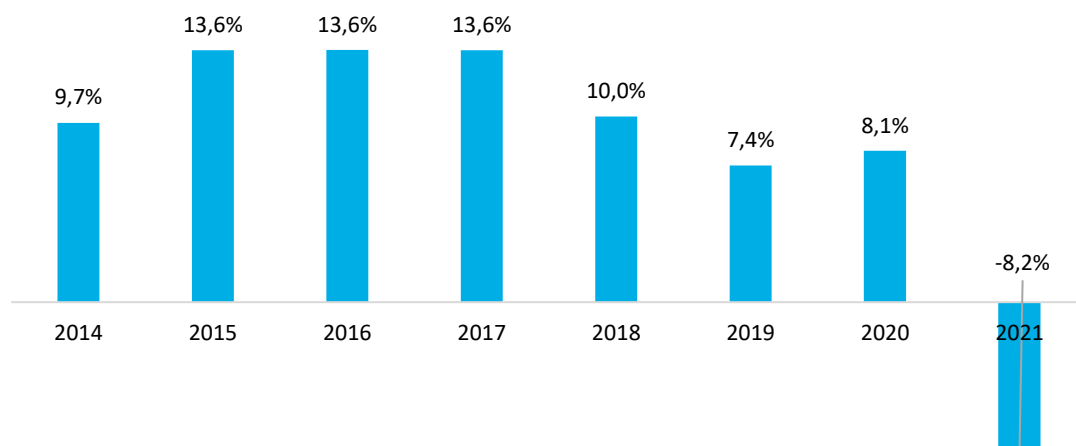
Fonte: Bloomberg.

COVID-19 e a indústria de seguros: com o início da pandemia, vieram mudanças de hábitos que favoreceram a indústria de seguros, com destaque para os ramos de auto e saúde. O isolamento especificamente fez com que a frequência de utilização de veículos e procedimentos eletivos de saúde caísse, o que foi refletido em menor sinistralidade e aumento na rentabilidade das seguradoras. Expectativas de mudanças estruturais em hábitos (“novo normal”), bem como retorno excessivo fizeram com que a indústria desenvolvesse estimativas otimistas quanto aos sinistros estruturais dos ramos e emitissem apólices a preços abaixo do necessário, uma vez que a frequência após o isolamento se mostrou superior ao período pré-pandêmico. Apesar de ser difícil estimar a precificação da companhia devido a não termos informações como mix de veículos para auto e perfil de clientes para auto e saúde, o *ticket* médio da Porto em auto teve uma rara queda em 2020 e a própria ANS fez um histórico reajuste negativo no setor de saúde. O fato é que, independentemente do peso de cada premissa, o conjunto se mostrou agressivo.

R\$ milhões	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Montante estimado de sinistro no ano do aviso	1,231	1,193	1,236	1,467	1,649	1,799	2,138	2,509	2,874
Um ano mais tarde	1,097	1,091	1,183	1,191	1,222	1,460	1,545	2,217	-
Dois anos mais tarde	1,164	1,154	1,261	1,240	1,410	1,542	1,509	-	-
Três anos mais tarde	1,217	1,219	1,302	1,334	1,459	1,495	-	-	-
Quatro anos mais tarde	1,278	1,266	1,374	1,365	1,413	-	-	-	-
Cinco anos mais tarde	1,325	1,329	1,399	1,319	-	-	-	-	-
Seis anos mais tarde	1,381	1,351	1,357	-	-	-	-	-	-
Sete anos mais tarde	1,403	1,308	-	-	-	-	-	-	-
Oito anos mais tarde	1,360	-	-	-	-	-	-	-	-
Estimativa Corrente	1,360	1,308	1,357	1,319	1,413	1,495	1,509	2,217	2,874
Diferença do estimado inicialmente vs. corrente	(129)	(115)	(121)	147	236	303	629	292	-

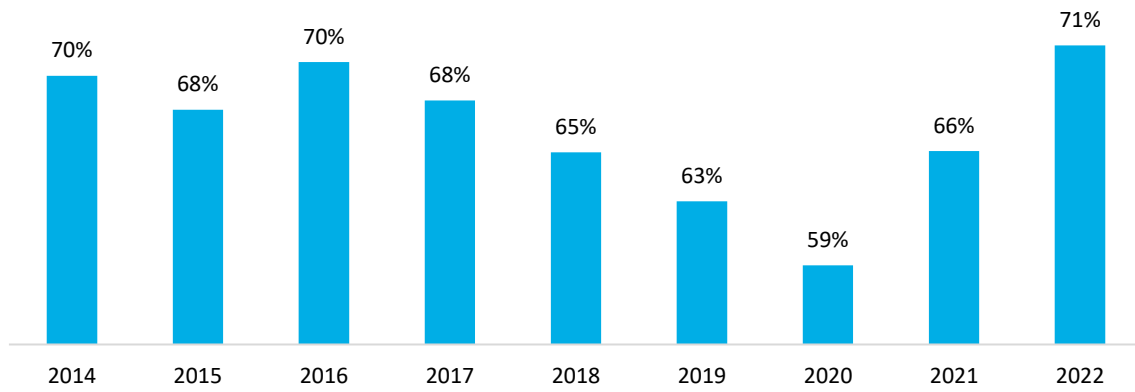
Fonte: Porto.

Reajuste ANS



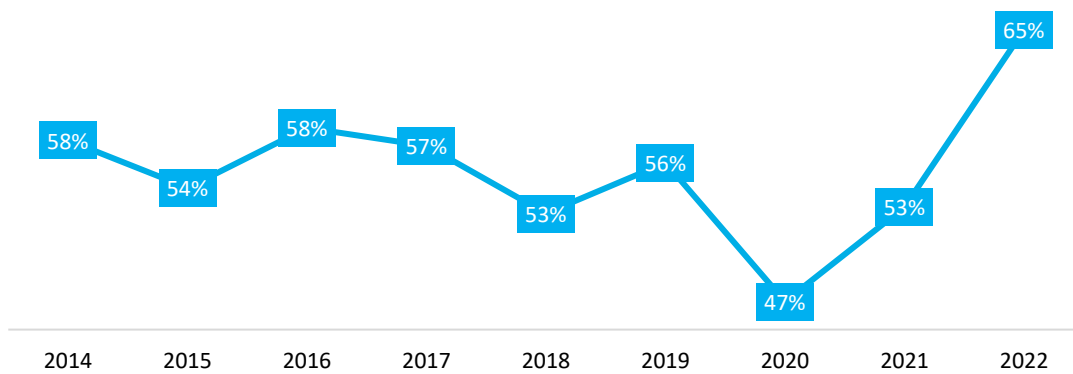
Fonte: ANS.

Sinistralidade da Indústria (ex-Porto) de Auto



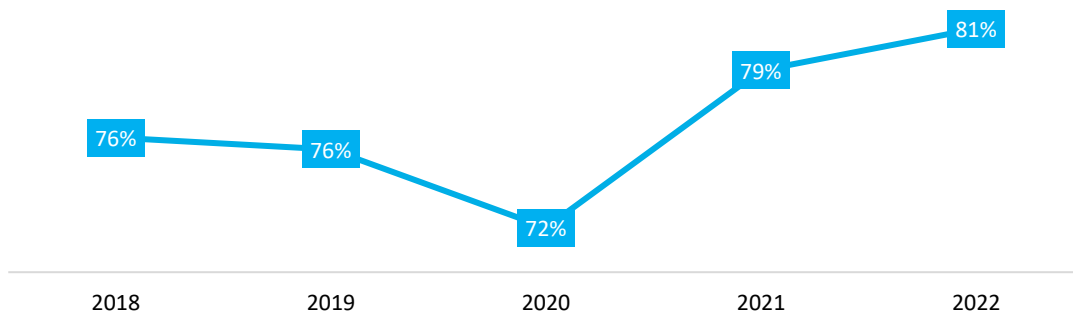
Fonte: SUSEP.

Sinistralidade da Porto em Auto



Fonte: Porto.

Sinistralidade da Porto em Saúde

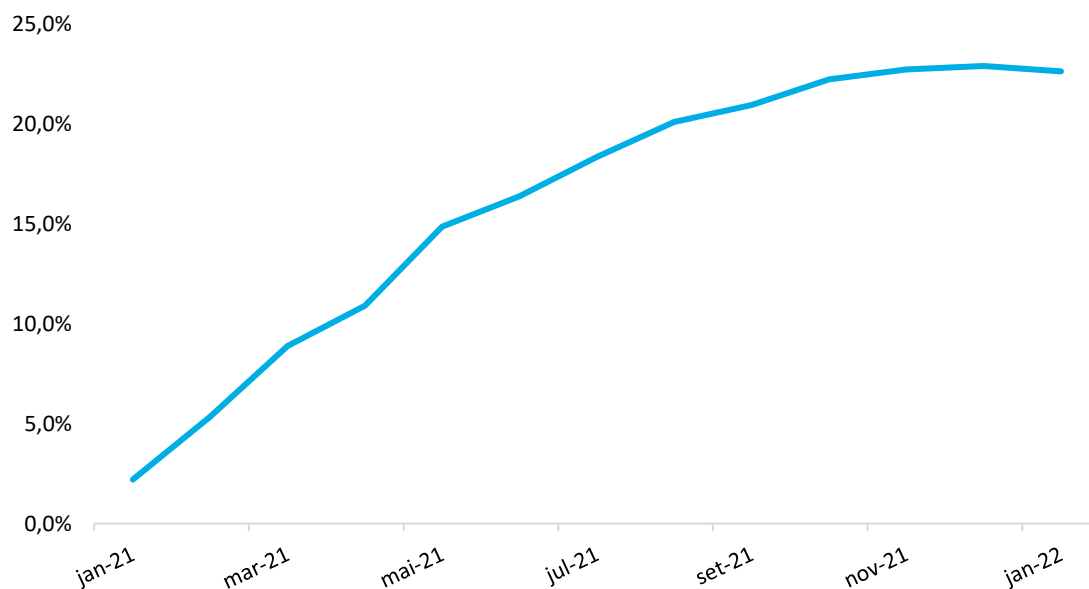


Fonte: Porto.

“Numerosos fatores contribuem para a incerteza inerente na estimativa de reservas para perdas, e a maioria deles está correlacionada com a cauda. Isso inclui mudanças na taxa de inflação de bens e serviços relacionados a danos cobertos, como cuidados médicos e custos de reparos domésticos; mudanças na interpretação judicial das disposições da apólice relativas à determinação da cobertura; mudanças na atitude geral dos júris na determinação de responsabilidade e danos; ações legislativas; mudanças na condição médica dos requerentes; mudanças nas estimativas do número e/ou gravidade dos sinistros ocorridos, mas não relatados na data das demonstrações financeiras; e mudanças nos procedimentos de tratamento de sinistros.” – Doron Nissim⁴

Crise de abastecimento: na contramão das novas apólices emitidas a um ticket médio menor, a crise de abastecimento no setor automotivo devido à escassez de semicondutores fez com que o preço de automóveis novos, usados e peças subissem de maneira anormal na pandemia. E como a produção de veículos estava baixa, a inflação foi ainda maior no preço de carros usados, um dos principais indicadores para a sinistralidade do ramo de seguro automotivo. Esse fator combinado com o aumento na frequência de utilização resultou em sinistros acima do esperado pelas seguradoras.

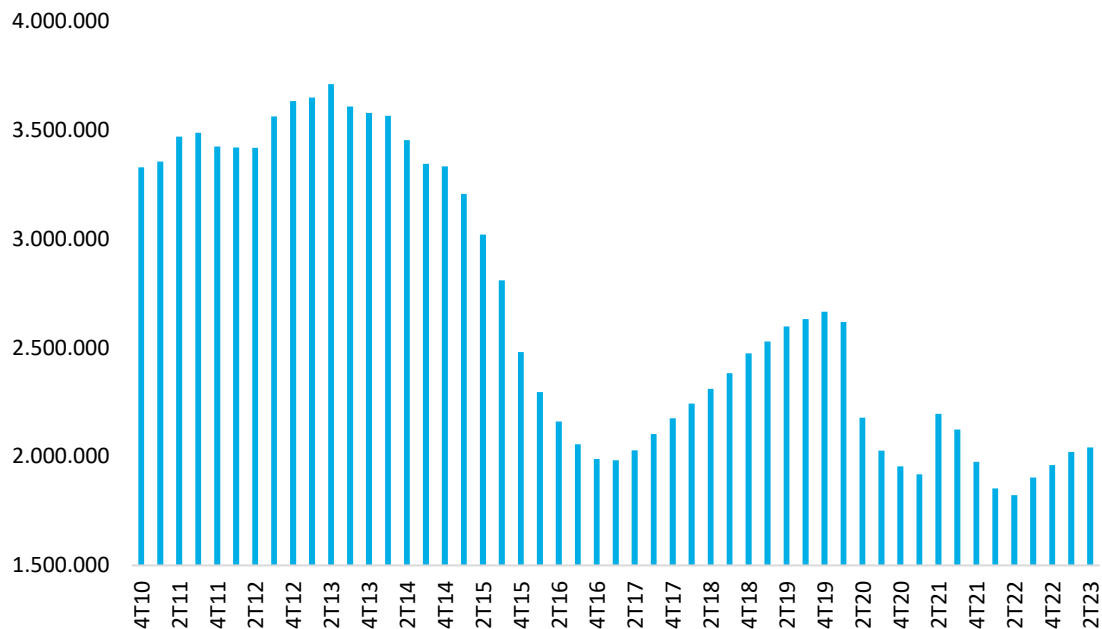
Variação Anual nos Preços de Carros Usados (veículos selecionados)



Fonte: FIPE.

⁴ Analysis and Valuation of Insurance Companies (p. 78) | “Numerous factors contribute to the inherent uncertainty in estimating loss reserves, and most of them are correlated with the tail. These include changes in the inflation rate for goods and services related to covered damages such as medical care and home repair costs; changes in the judicial interpretation of policy provisions relating to the determination of coverage; changes in the general attitude of juries in the determination of liability and damages; legislative actions; changes in the medical condition of claimants; changes in the estimates of the number and/or severity of claims that have been incurred but not reported as of the date of the financial statements; and changes in the claim handling procedures.”

Vendas Domésticas (Passeio + Comerciais Leves) | Últimos Doze Meses

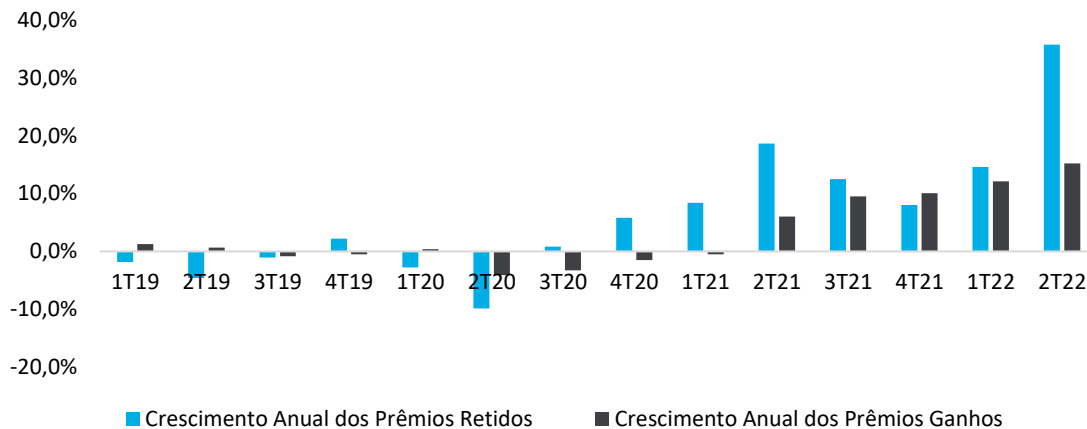


Fonte: ANFAVEA.

Contabilidade de seguros: não obstante, o repasse de preços das seguradoras não era refletido rapidamente em seus resultados. Conforme princípios contábeis de seguros (*statutory accounting principles*), a contabilidade de provisões técnicas acarreta prêmios ganhos atrasados quando comparados aos emitidos. Por outro lado, os sinistros ocorridos, reportados ou não, eram despendidos sem diferimento. Ou seja, os esforços das seguradoras em adequar os preços das apólices ao novo quadro de sinistralidade não eram plenamente visíveis para o mercado em uma lógica contábil. Concomitantemente, a companhia realizou uma reversão de provisões de sinistros a liquidar anormal e decidiu realizar mudanças contábeis relacionadas ao negócio de assistência. Ambas as iniciativas prejudicaram ainda mais a visibilidade das melhoras, sendo que a primeira polui a recorrência do resultado, enquanto a segunda alocou uma nova margem operacional teórica do serviço nos sinistros dos ramos de auto e patrimonial, aumentando a sinistralidade e dificultando a comparação histórica. Tudo isso em uma grande holding e que já é contabilmente complexa pela natureza de seguros⁵.

⁵ Para fins de resultados contábeis, o que importa para uma seguradora são os prêmios ganhos. Os prêmios emitidos e retidos só viram prêmios ganhos após resultado das variações das provisões técnicas. Conforme as seguradoras fazem novas provisões técnicas no passivo quando emitem novos prêmios, o reconhecimento dos prêmios ganhos retarda a acontecer em relação ao emitido. Para quem quiser se aprofundar mais no tema, recomendamos a orientação da SUSEP ao mercado sobre o tema e o livro “Aspectos Atuariais e Contábeis das Provisões Técnicas”, dos autores Cristina Mano e Paulo Ferreira.

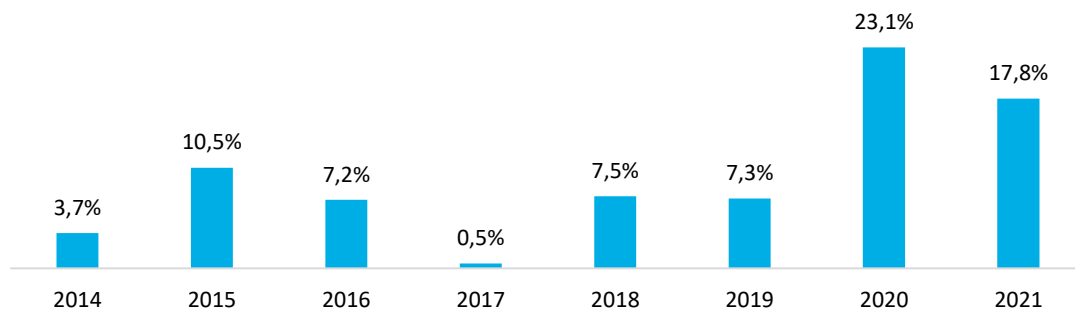
Crescimento dos Prêmios Retidos vs. Ganhos



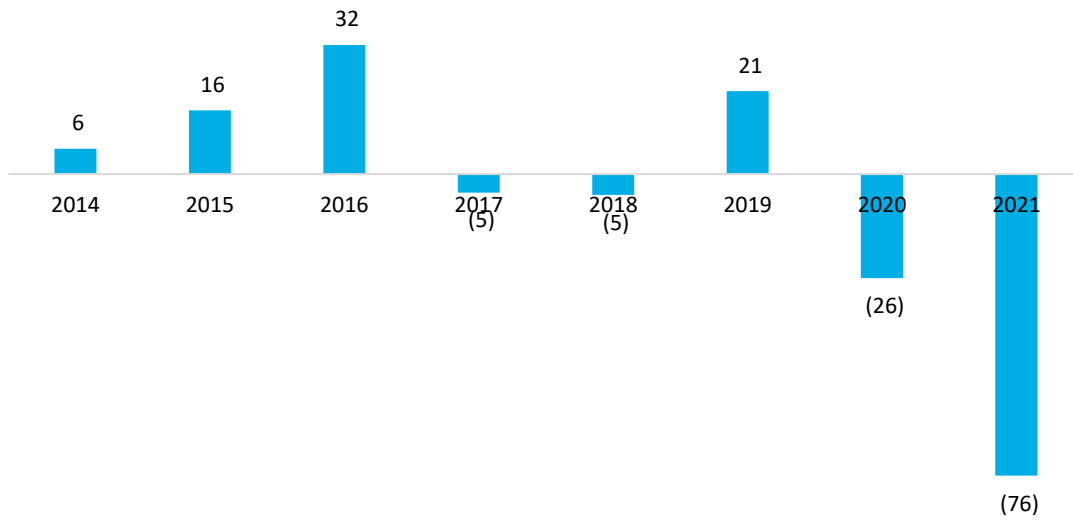
Fonte: Porto.

Problemas na previdência e em outros negócios: não obstante, a Porto possuía, ao fim de 2021, saldo de R\$807 milhões de 4,9 mil clientes que contrataram um programa de previdência privada com a empresa. Este programa é de benefício definido, prática comum entre seguradoras e empresas no passado onde se garantia o retorno ao investidor, porém que se mostrou um problema recorrente no mercado, conforme seguradoras não conseguiam investir com retornos nos mesmos patamares que o passivo exigia, gerando prejuízos para a indústria. Apesar de este ser um problema conhecido do setor e pouco representativo quando comparado ao negócio de previdência da Porto como um todo, 2020 e 2021 foram anos muito desafiadores para o negócio, uma vez que o plano da Porto prometia IGP-M + 6.0%. O índice IGP-M subiu 23,14% e 17,78% em 2020 e 2021, respectivamente. Conforme a seguradora não possuía títulos disponíveis com rentabilidade suficiente para fazer frente ao compromisso, o negócio de vida e previdência gerou prejuízos de R\$26 milhões em 2020 e R\$76 milhões em 2021. Por fim, a companhia também estava performando mal em outros negócios como no banco, cuja expansão para o mar aberto gerou piora na qualidade do ativo, e no aluguel de carros, onde a Porto captou mais de R\$ 1 bilhão em uma taxa pós-fixada (CDI+), o que gerou prejuízos devido à margem do negócio não cobrir a despesa financeira da dívida.

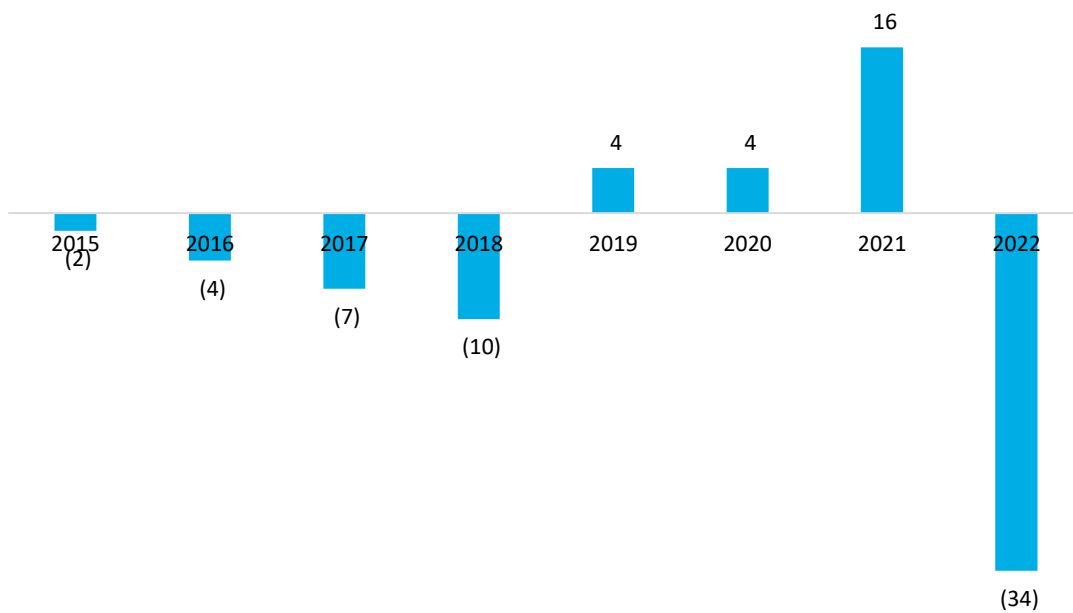
IGP-M



Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

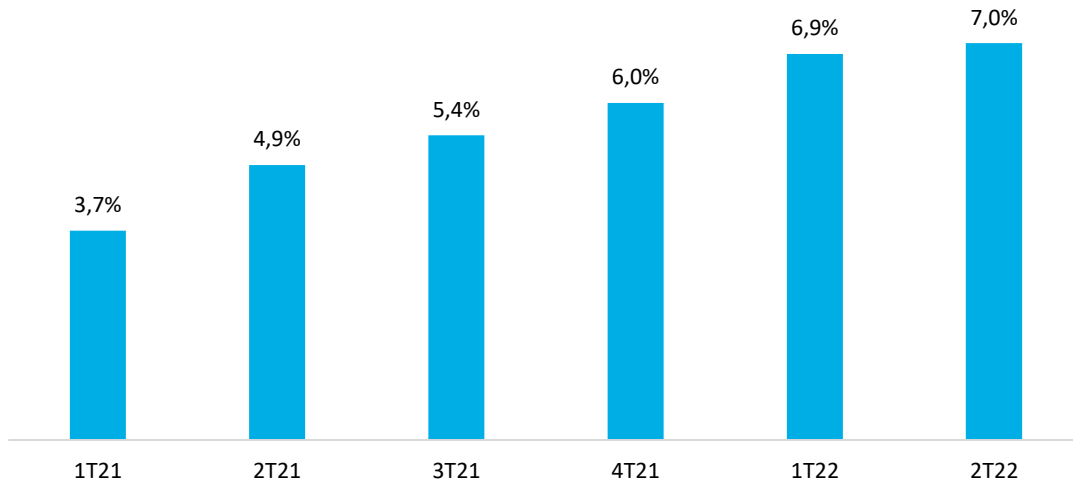
Porto Vida e Previdência | R\$ milhões

Fonte: Porto, Porto Seguro Vida e Previdência S.A.

Lucro da Mobitech (aluguel de veículos) | R\$ milhões

Fonte: Porto, Mobitech Locadora de Veículos S.A.

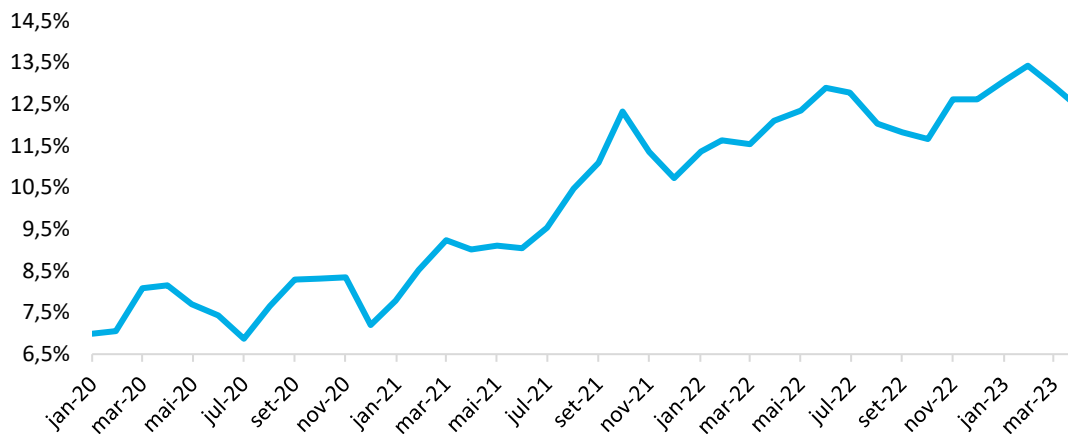
Custo de Risco do Banco



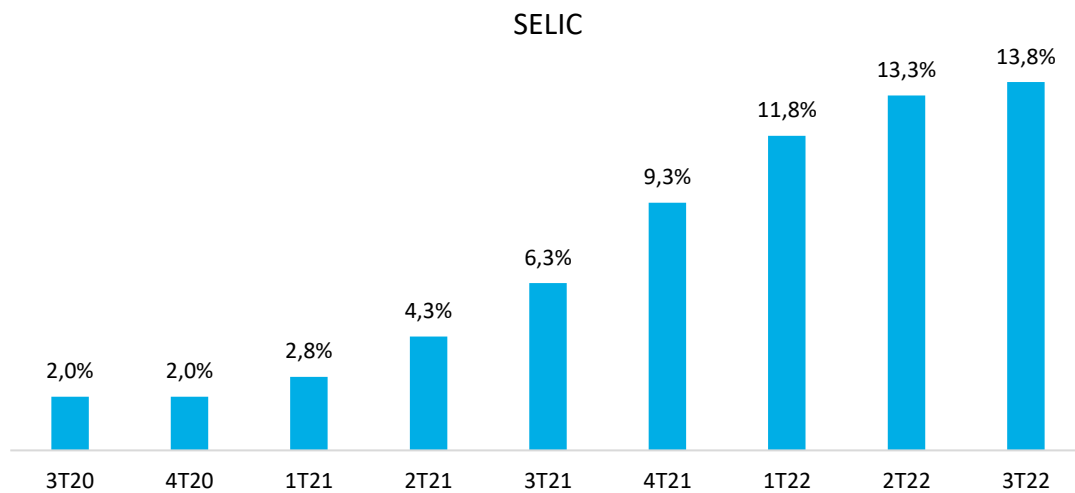
Fonte: Porto.

Má performance financeira: por fim, a Porto possui por política aplicar parte relevante de seu *float* em títulos pré-fixados ou híbridos de inflação e pré-fixados (NTN-B). Esta política se mostrou uma má alocação na pandemia, uma vez que grande parte dos títulos da Porto foram aplicados em momentos em que a curva de juros estava em patamares inferiores ao atual, fazendo com que os juros ganhos pela seguradora fossem abaixo do praticado pelo mercado e que o valor de mercado dos títulos fosse impactado negativamente. Este fato criou um fenômeno onde tanto o resultado operacional quanto o financeiro performassem mal ao mesmo tempo. Além disso, a Porto iniciou um projeto (“Projeto Meteoro”) para que os beneficiários do já citado plano de previdência de benefício definido aceitassem trocar de plano, o que deveria criar valor para a seguradora no longo prazo, porém impactava ainda mais a performance financeira da Porto no período do projeto.

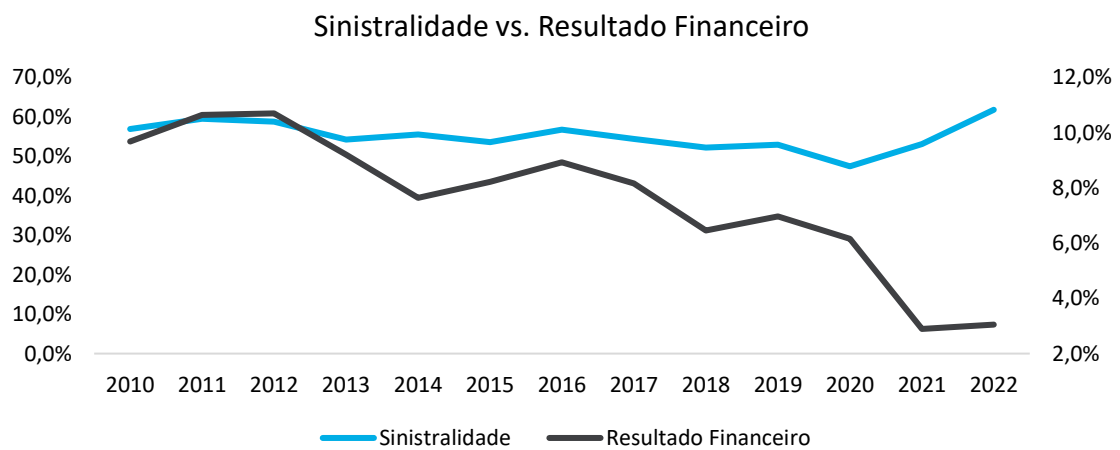
DI x Pré



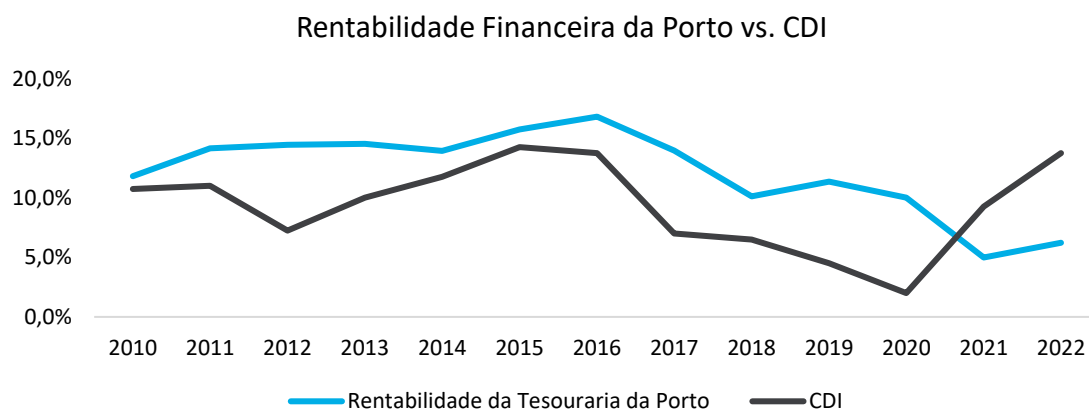
Fonte: B3.



Fonte: Banco Central do Brasil.



Fonte: Porto.



Fonte: Porto, Banco Central do Brasil.

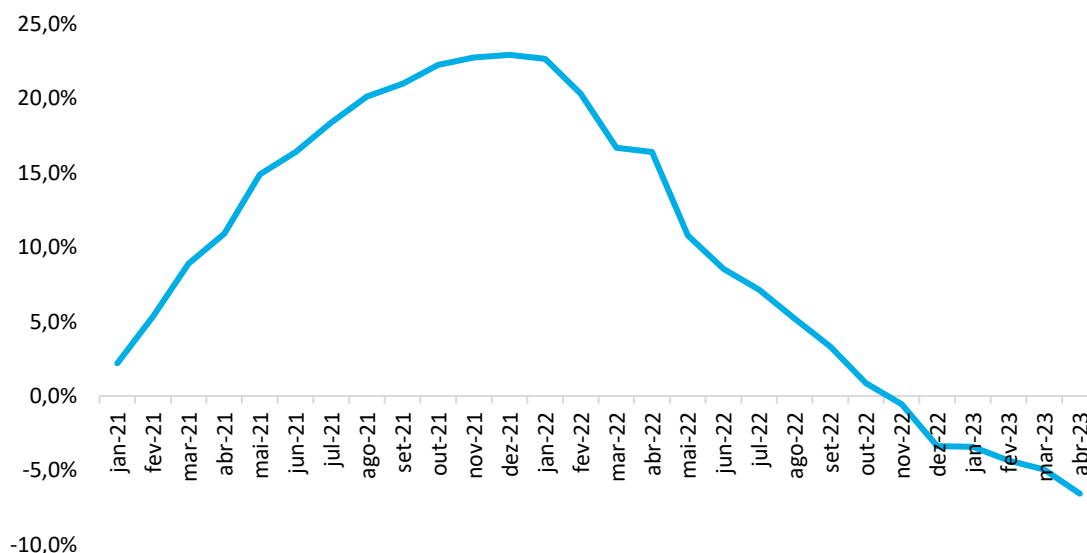
Quebra de expectativas: a combinação dos fatores anteriores fez com que a companhia decepcionasse o mercado, cujo consenso estimava um lucro aproximadamente um terço maior do que o ocorrido. Como consequência, a companhia perdeu atratividade para parte dos investidores, foi rebaixada por analistas de mercado e sua ação chegou a ser negociada aproximadamente 1/3 abaixo da média de seu múltiplo histórico de preço por patrimônio líquido.

A Virada de Ciclo

Porém, acreditávamos que a empresa estava em uma virada de ciclo, com melhora material nos principais segmentos onde a companhia atua e que o primeiro trimestre de 2022 havia sido justamente o ponto de inflexão (apesar de contabilmente o 2T22 ter apresentado um lucro menor devido a reversão de provisões de sinistros a liquidar do 1T22 e devolução de parte da reversão no 2T22).

Recuperação no ciclo de subscrição de auto: identificamos, através de fontes públicas diversas, que o preço de carros usados e de peças estava inflacionando menos e/ou deflacionando, o que deveria diminuir a pressão no ponto que mais impactou a sinistralidade da seguradora. Como exemplo, temos: i) desaceleração e subsequente queda no preço de carros usados, medido pela tabela FIPE; ii) apresentação do Tupy Day em junho de 2022 onde a empresa citava que em maio de 2022 o preço de carros usados havia caído pela primeira vez em quase dois anos⁶; e iii) conversas com a Fortbras, maior distribuidora de peças do país, onde eles citavam que peças estavam deflacionando após período de forte inflação na pandemia.

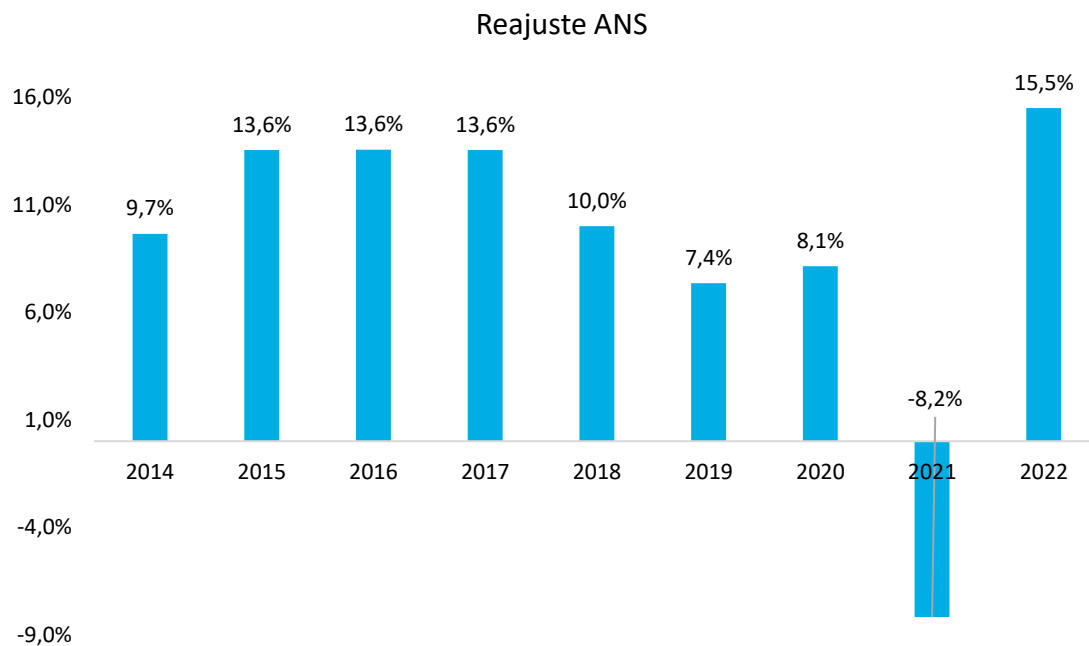
Varição Anual nos Preços de Carros Usados (veículos selecionados)



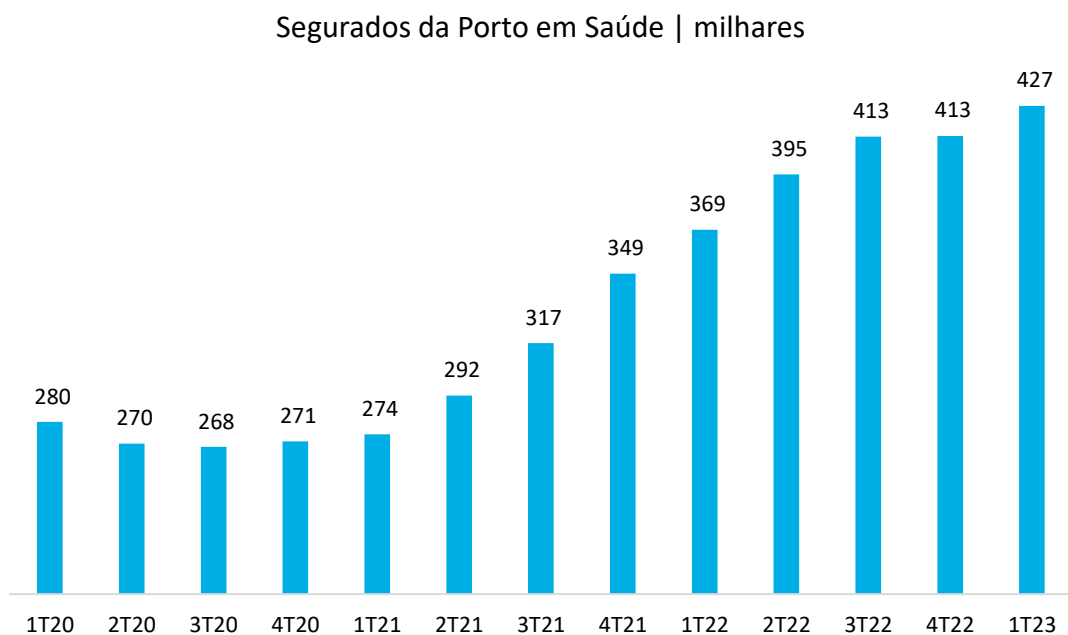
Fonte: FIPE.

⁶ Tupy Day 22, realizada no dia 27/06/2022. Link: <https://www.youtube.com/watch?v=8BigDOSgiEA>

Recuperação no ciclo de subscrição de saúde: o ramo de saúde também parecia estar no topo de sinistralidade, com a Porto reajustando preços, reciclando a base de maneira seletiva e crescendo com um *mix* mais saudável em pequenas e médias empresas, segmentos mais rentáveis. A sinistralidade do ramo, que chegou a ser 88%, recuou para 77% no primeiro trimestre de 2023.

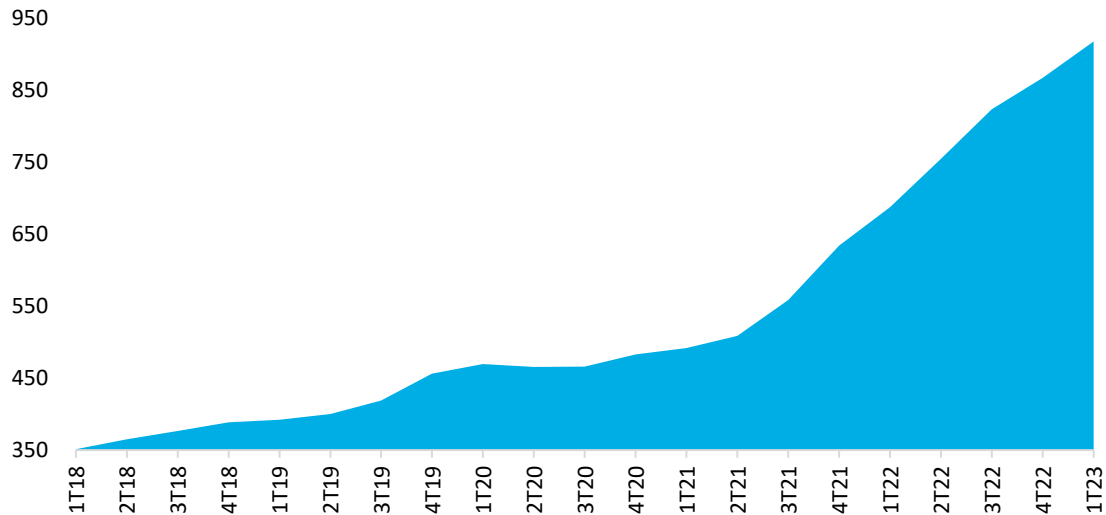


Fonte: ANS.



Fonte: Porto.

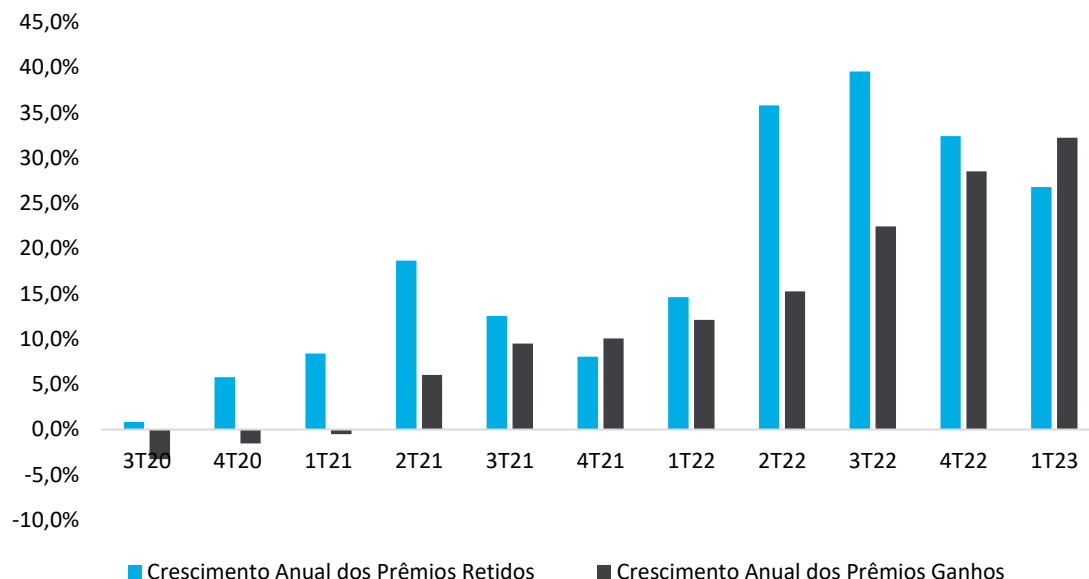
Evolução dos Prêmios Ganhos de Saúde | R\$ milhões



Fonte: Porto.

Contabilidade de seguros: após um período de forte reprecificação dos prêmios emitidos, com a Porto aumentando em até 40% anualmente os prêmios emitidos, o reconhecimento dos prêmios ganhos começava a surtir efeito, com consequente melhora nas receitas contábeis da seguradora.

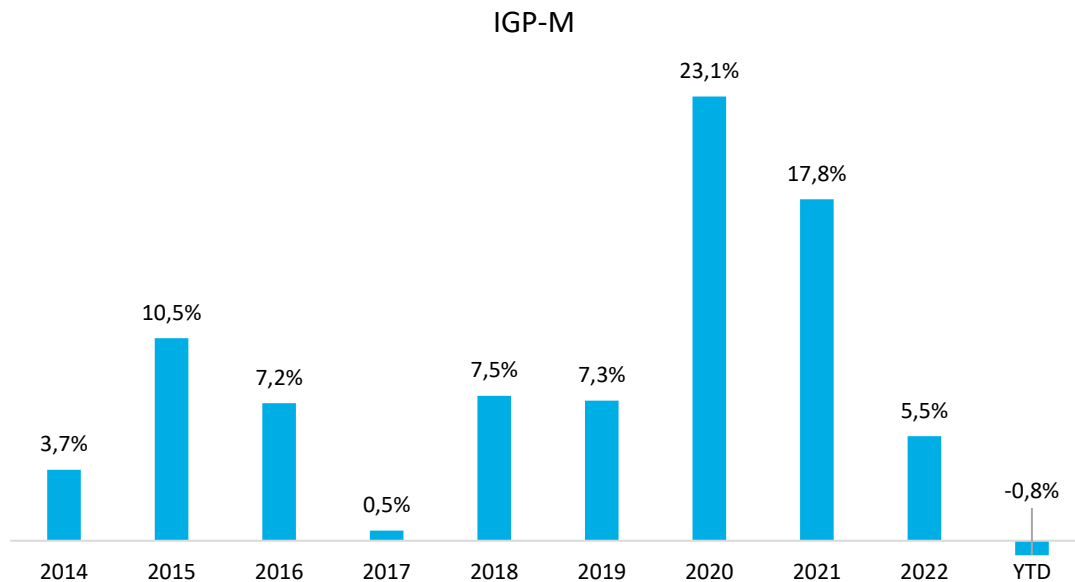
Crescimento dos Prêmios Retidos vs. Ganhos



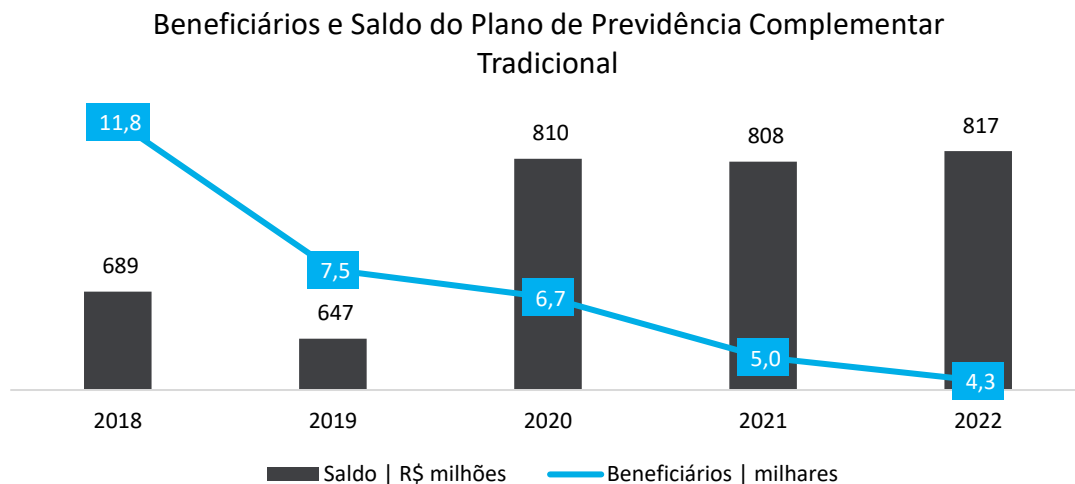
Fonte: Porto.

Melhora na previdência: após dois anos de forte expansão no índice de inflação IGP-M, o arrefecimento deste índice levou a melhora relevante nos resultados do ramo de previdência. Isso levou a uma redução de 28% no prejuízo de 2022 em relação ao ano anterior. Por fim, a Porto

conseguiu diminuir consideravelmente o número de beneficiários do plano através do Projeto Meteoro, impedindo que o saldo crescesse de forma acelerada após o forte aumento de 2020.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

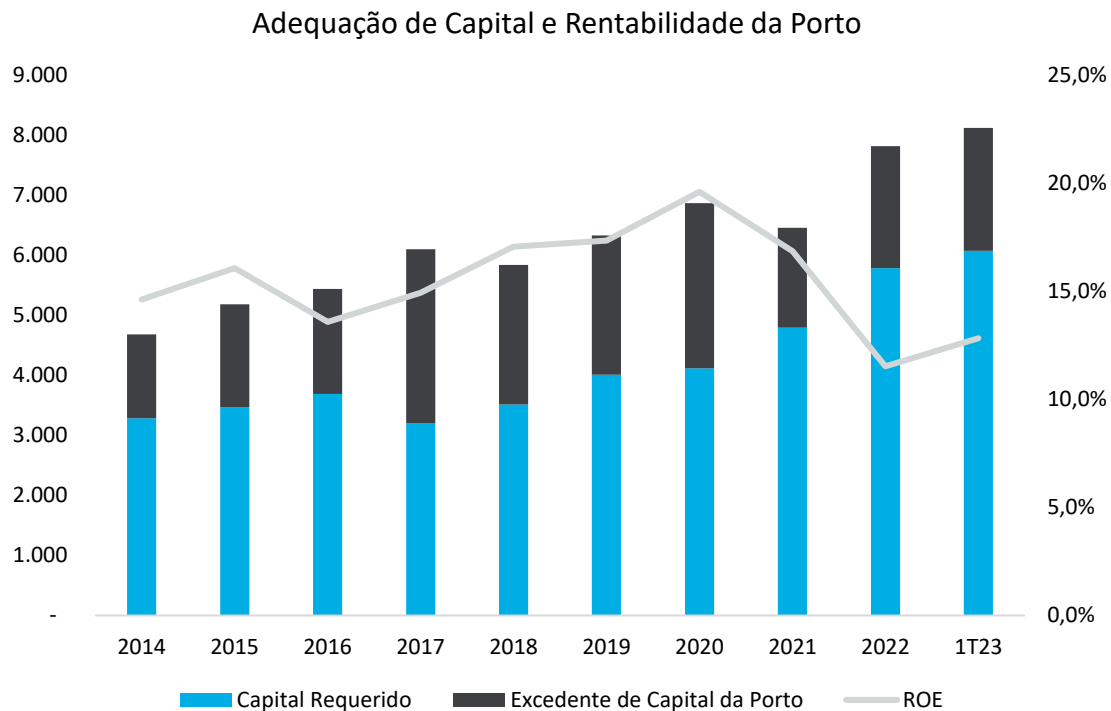


Fonte: Porto Vida e Previdência S.A.

Melhora no resultado financeiro: conforme o IGP-M cedeu, a administração da Porto decidiu desacelerar o Projeto Meteoro, aliviando o resultado financeiro. Além disso, a Porto deve eventualmente mostrar uma maior rentabilidade de seus títulos para próximo da curva de juros, conforme prêmios novos são investidos nas taxas vigentes.

Alavancagem: tudo mais constante, acreditávamos que a normalização dos resultados da Porto poderia resultar em melhor rentabilidade sobre o patrimônio líquido do que o histórico, uma vez que a adequação de capital da seguradora demonstrava menos capital excedente que o praticado

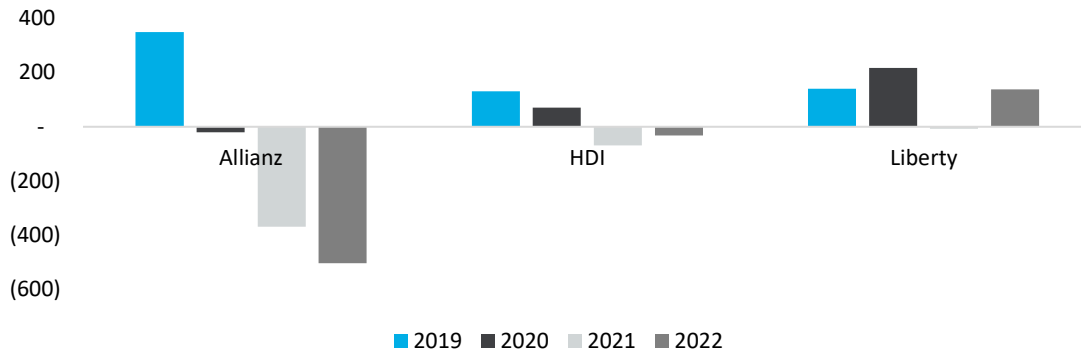
historicamente. A Porto chegou a ter R\$ 2,9 bilhões de capital excedente de um total requerido de apenas R\$ 3,2 bilhões em 2017, contrastando com os atuais R\$ 2 bilhões excedentes de R\$ 6,1 bilhões de capital requerido em 2022.



Fonte: Porto.

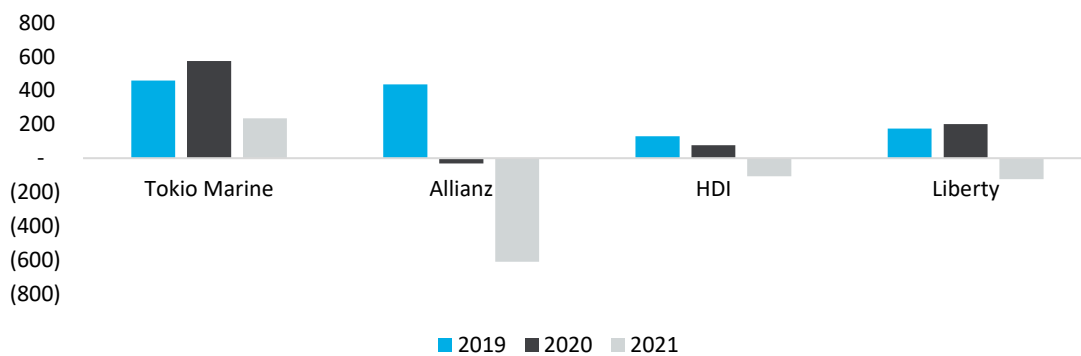
Melhora no ambiente competitivo: competição sempre foi o tema #1 nos debates da indústria de seguros e acreditamos que esse também pode ser um ponto de melhora. Primeiramente, enxergamos movimento de consolidação nas indústrias de seguro automotivo e de saúde. Em auto, ocorreram as vendas das divisões de auto e patrimonial da SulAmérica, Sompco, além da transação anunciada recentemente de venda das operações latino-americanas da Liberty para a HDI, o que deve consolidar ainda mais o setor. Em saúde, o movimento secular de consolidação já é visto há anos. Outro ponto importante é que a indústria como um todo saiu fragilizada deste momento pós-pandemia, com as principais seguradoras de ambos os ramos apresentando resultados operacionais e financeiros fracos em 2021, com casos que chegam a prejuízo. E o demonstrativo de resultado não mostra toda a história, uma vez que seguradoras classificaram títulos abaixo da curva em categorias que não afetam resultado, porém economicamente geraram prejuízos ainda maiores do que o aparente. A Porto, por exemplo, reclassificou grande parte de seus títulos híbridos e pré-fixados em 2022. Dito isso, nossa expectativa é que competição no curto prazo seja mais racional, o que pode gerar fôlego para um ciclo de alta e melhor rentabilidade na indústria.

Lucro das Seguradoras | R\$ mm



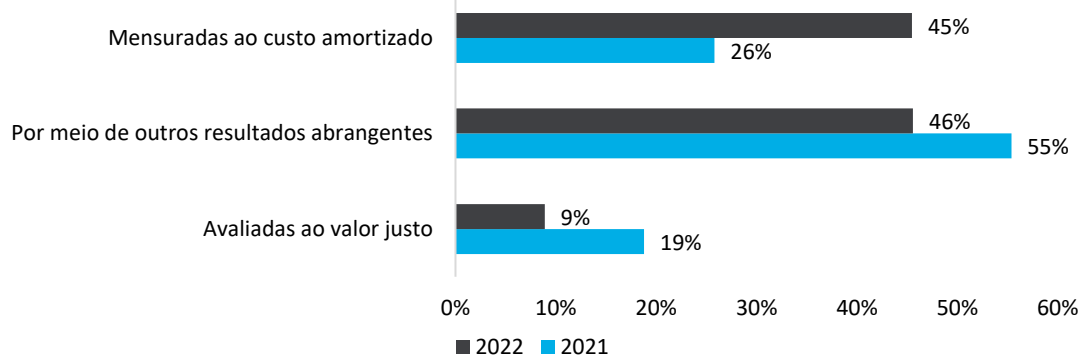
Fonte: Allianz, HDI, Liberty.

Resultado Abrangente das Seguradoras | R\$ mm

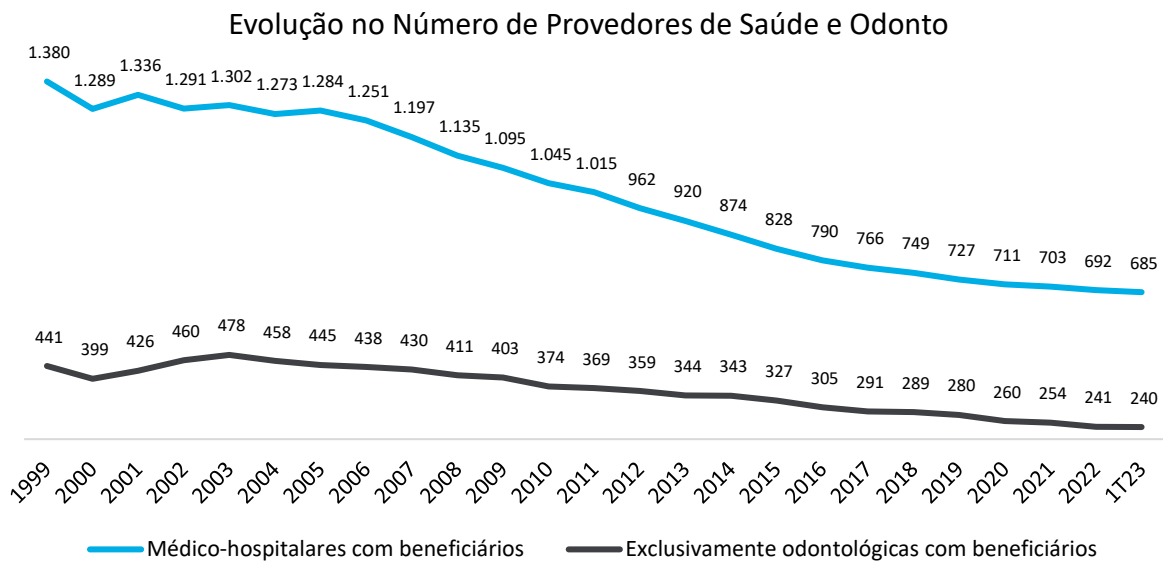


Fonte: Allianz, HDI, Liberty.

Classificação dos Títulos da Porto



Fonte: Porto.



Fonte: ANS.

“Cronometrar as vendas de títulos ou “escolher a dedo”. Os ganhos e perdas não realizados em títulos que não sejam classificados como de negociação são excluídos dos resultados reportados. Assim, as seguradoras podem manipular a receita declarada realizando seletivamente ganhos ou perdas. Por exemplo, para aumentar o lucro reportado em um determinado período, uma seguradora pode vender títulos com ganhos não realizados e abster-se de vender títulos com perdas não realizadas. Uma possível bandeira vermelha para esta forma de manipulação é um grande declínio nos ganhos líquidos não realizados (perdas), juntamente com ganhos líquidos realizados (perdas) que são significativamente maiores do que o retorno do mercado em instrumentos similares.” – Doron Nissim⁷

Valuation: o preço da ação não parecia refletir o ponto de inflexão em que a empresa estava. Em relação ao nosso preço médio de compra, a companhia estava sendo negociada a um preço por valor patrimonial de 1,2x, consideravelmente abaixo histórico de 1,8x desde o IPO. Se considerarmos o atual consenso para 2023, que já reflete melhor a inflexão, a companhia estaria negociando a 6,3x lucro (vs. média histórica de 11.5x desde o IPO).

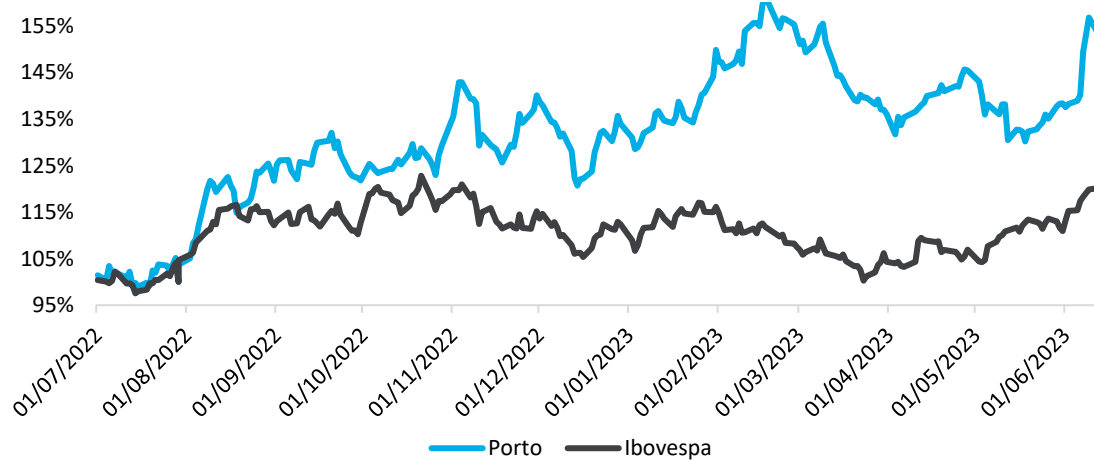
O Resultado e a Continuação do Investimento

Nossa tese foi investir em um ativo de qualidade a preços historicamente baixos em um momento em que a companhia já estava inflexionando seus resultados operacionais. Desde então, a companhia

⁷ Analysis and Valuation of Insurance Companies (p. 106) | “Timing Securities Sales or “Cherry Picking.” Unrealized gains and losses on securities other than those classified as trading are excluded from reported income. Thus, insurers might manipulate reported income by selectively realizing gains or losses. For example, to increase reported income in a particular period, an insurer may sell securities with unrealized gains and refrain from selling securities with unrealized losses. A potential red flag for this form of manipulation is a large decline in net unrealized gains (losses), coupled with net realized gains (losses) which are significantly larger than the market return on similar instruments.”

apresentou melhorias em várias frentes: i) subscrição, com melhora dos prêmios e da sinistralidade; ii) contabilmente, com reconhecimento dos prêmios ganhos; e iii) outros negócios passaram a performar melhor, como previdência, e outros foram desincentivados, como a operação de aluguel de veículos Mobitech. Mas ainda existem oportunidades de melhoria na tesouraria, na queda dos preços de carros e no banco. E o preço da ação refletiu a inflexão, atingindo quase R\$28 reais em fevereiro, mês que realizamos nosso desinvestimento da empresa.

Performance Porto vs. Ibovespa (base 100)



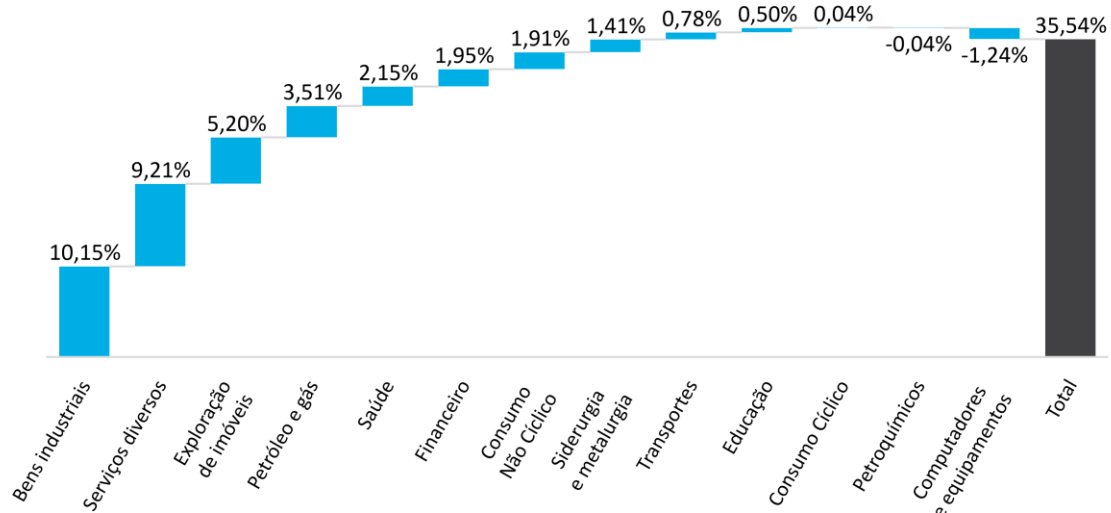
Fonte: Bloomberg.

Após nosso desinvestimento, voltamos a investir em meio a oportunidades criadas pela ciclicidade da indústria. Uma combinação de chuvas fortes em fevereiro e decepção do mercado em relação as provisões do banco culminaram em forte queda do preço das ações entre fevereiro e maio. Aproveitamos o momento para voltar a nos expor à companhia, uma vez que parte do valor da tese ainda está sendo criado e a execução dos administradores tem sido em linha com nossas expectativas.

Desempenho Semestral

Neste primeiro semestre de 2023 obtivemos um retorno de 35,5%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de 7,6%, índice Bovespa Small Cap de 14,2% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 5,7%. No gráfico abaixo demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o primeiro semestre. Esse desempenho foi calculado líquido das taxas de administração e performance, que foram distribuídas proporcionalmente aos ativos.

Atribuição de performance por setor econômico - 1S 2023



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, podemos listar os seguintes nomes:

Empresa	Ticker	Período de investimento	Contribuição para o fundo no período - %
Braskem	BRKM5	Mar/21 – Mai/23	1,88%
Romi	ROMI3	Fev/22 – Fev/23	1,85%

Braskem foi um investimento que completou seu ciclo no portfólio durante o primeiro semestre do ano. Realizamos o investimento na companhia no começo de 2021, momento em que enxergávamos uma melhora acentuada no ciclo de negócios do setor petroquímico, algo que ainda não era refletido no valor de mercado da Braskem.

Desde então, a companhia surfou a dinâmica positiva do setor entre 2021 e 2022, o que levou a uma geração de caixa robusta e ao pagamento de dividendos significativos aos acionistas. Com a virada de ciclo mais rápida do que inicialmente prevíamos - acentuada por conta da menor demanda vinda da China dada sua política de zero Covid - uma maior pressão de insumos por conta de tensões geopolíticas e questões societárias envolvendo a venda do controle da companhia, fatores que fugiam de nosso controle, decidimos realizar o desinvestimento da posição, pois enxergávamos opções mais atrativas de investimento à época.

Sobre Romi, iniciamos o investimento no começo de 2022 ao enxergarmos uma discrepância relevante entre o momento operacional da companhia e o preço de suas ações na bolsa. A companhia possuía um backlog significativo de pedidos, tanto no segmento de máquinas Romi, quanto no segmento de fundição e usinagem, puxado pelo segmento de energia eólica. Adicionalmente, o ritmo de adição de pedidos continuava saudável, propiciando a sustentação da dinâmica positiva de resultados no curto prazo. Dessa forma, a companhia entregou resultados bastante saudáveis ao longo do ano de 2022.

Embora continuemos acreditando na qualidade da companhia e no seu potencial, começamos a enxergar uma menor margem de segurança na tese, o que nos levou a reavaliar o investimento. Os principais fatores que influenciaram a nossa decisão foram a valorização recente das ações da companhia e a menor visibilidade sobre a entrada de pedidos. Entre as variáveis que dificultam a previsibilidade da demanda, destacamos: (i) o momento desfavorável para o desenvolvimento de novos projetos de energia eólica, setor importante para o segmento de produtos fundidos e usinados; (ii) a apreciação do real, fator que diminui a competitividade das máquinas da companhia frente aos produtos importados de concorrentes e (iii) a queda no Índice de Confiança do Empresário industrial, *proxy* para a demanda da Romi.

Ao final do primeiro semestre de 2023 nosso portfólio contava com posições em 17 empresas e as 10 maiores posições representavam 75% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

O primeiro semestre de 2023 foi caracterizado por uma grande volatilidade no ambiente macroeconômico. Ao longo da primeira metade do período, os agentes econômicos demonstraram uma maior aversão ao risco, levando a grandes saques na indústria de fundos de ações e a uma performance negativa dos principais índices acionários domésticos. Esse movimento de queda foi influenciado tanto por ruídos políticos gerados após a entrada do novo governo como pelo aperto monetário que continua sendo executado pela autoridade monetária brasileira.

A segunda metade do semestre, entretanto, foi caracterizada por uma inflexão acentuada nas expectativas sobre a trajetória das curvas de inflação e juros, assim como por uma maior resiliência da economia brasileira, fatores que levaram a uma melhora sensível na performance da renda variável a partir de maio.

Como comentamos recorrentemente, entendemos que a volatilidade de curto prazo é inerente ao mercado de ações. Entendemos que nosso círculo de competência não envolve *market timing*, tentando prever grandes movimentos macroeconômicos como o registrado no começo desse ano. Nossa filosofia de investimentos envolve analisar profundamente os fundamentos microeconômicos de cada empresa e sempre prezar por uma margem de segurança saudável através de uma relação risco-retorno adequada.

Acreditamos que, no longo prazo, a volatilidade pode ser positiva para o investidor de bolsa, pois viabiliza a aquisição de participações em empresas por preços que não refletem o valor intrínseco dos ativos. Sabendo disso, sempre prezamos por manter uma postura disciplinada e de longo prazo, acompanhando de perto as oportunidades existentes nas empresas do portfólio, assim como prospectando novas teses que surgem ao longo do tempo. Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 17 de julho de 2023.