

FAMA Investimentos

Relatório de Gestão – 3º Trimestre de 2021

Em %	3T21	2021	2020	2019	2018	2017	2016	1 ano	5 anos	10 anos*	Início*
FAMA	-14,9	-12,4	2,5	41,6	10,0	45,0	55,2	0,5	86,4	143,8	9.955
Ibovespa	-12,5	-6,8	2,9	31,6	15,0	26,9	38,9	17,3	90,1	112,1	2.484

* estratégia FAMA; desde 29/12/1995

O terceiro trimestre de 2021 foi marcado por uma desvalorização expressiva do mercado acionário brasileiro (Ibovespa -12,5%) e uma queda ainda mais acentuada do nosso portfólio (-14,9%). Com este resultado, a bolsa passou a acumular performance negativa no ano (-6,8%) e o fundo apresenta uma queda ainda maior (-12,4%).

Esta diferença de 5,6 pontos percentuais não só é decepcionante, como totalmente inconsistente com o nosso histórico e a capacidade de entregar retornos diferenciados e, portanto, vale discorrer a respeito.

A primeira interrogação que nos fizemos foi se as alterações no portfólio ao longo deste ano foram ruins. Para responder a esta pergunta simulamos qual teria sido o retorno do fundo caso o portfólio do último dia de 2020 permanecesse intacto, sem qualquer alteração. Neste caso, o retorno teria sido 0,5 ponto percentual pior. Ou seja, embora as alterações não tenham sido muito expressivas até próximo do fim do trimestre, as mesmas trouxeram resultados minimamente positivos para o fundo e, portanto, não foram a causa da piora de performance.

Se ao longo do trimestre foram poucas as alterações no portfólio, não podemos dizer o mesmo das últimas semanas do período quando realizamos importantes movimentações: reduzimos em um terço uma posição do fundo e zeramos outra que já vinha perdendo espaço dentro do portfólio para a compra de duas novas empresas: uma no setor de serviços financeiros e outra no de varejo. Com isso, somam-se três novas companhias investidas no ano que encerraram o período somando 6 pontos percentuais do portfólio, em linha com nossa política conservadora de montar as posições gradativamente, à medida que ganhamos mais confiança nas teses.

Se não foram as alterações no portfólio que destruíram valor do fundo no ano, testamos uma segunda hipótese: será que as posições estão mal distribuídas em relação a tamanho (*sizing*)?

Para tanto, fizemos um segundo exercício, que foi rodar novamente o portfólio desde o início do ano, mas com pesos equitativos para todas as posições. Neste caso, observamos um resultado substancialmente melhor do que o atual (-8,4%), indicando que o tamanho das posições retirou 400 bps de retorno do fundo. Ou seja, neste ano – ao menos até o final do terceiro trimestre – a nossa alocação de recursos entre as empresas selecionadas foi ruim e muito pior do que uma posição neutra, a qual não demandaria nenhuma reflexão ou ciência.

Para ilustrar melhor este ponto, destacamos a má performance no ano de algumas das principais posições do fundo (Localiza -20,6%; Renner -20,3%; MRV -33,4%) em contraste com alguns desempenhos excelentes de posições que tinham peso mediano (Totvs +26,4%; Alpargatas +25,7%; Arezzo +22,0%).

Tendo em vista que investimos predominantemente em empresas de alta qualidade, líderes de seus segmentos, com forte geração de caixa e solidez financeira, nos chama a atenção a enorme dispersão existente entre o grupo das empresas de melhor performance (+24,7% em média) e o

grupo de pior performance (-24,8% em média) – ou seja, uma diferença de quase 50 pontos percentuais entre os dois grupos!

Então podemos aventar mais uma hipótese: será que as empresas que compõem o fundo não estão performando bem operacionalmente?

Apesar de todas as ressalvas para responder a esta pergunta a partir dos resultados financeiros de um único trimestre, vale conferir o comparativo entre os números divulgados referentes ao 2º trimestre de 2021 ante o mesmo período de 2019, já que os resultados do segundo trimestre de 2020 têm comparabilidade prejudicada por conta da COVID-19.

Portfólio (2t2021 vs 2t2019)	Receita	EBITDA
Média	+33%	+42%
Mediana	+29%	+37%

Ou seja, as empresas do portfólio vêm entregando resultados operacionais consistentes, com crescimento de 33% na receita e 42% no EBITDA, em média, quando comparamos com o mesmo período de 2019.

Tendo em vista uma inflação (IPCA) de 10,6% no período, observamos que as empresas do portfólio cresceram, em média, 9,6% ao ano em termos reais no período e com evolução do EBITDA de 13,7% ao ano além da inflação. Ou seja, além do crescimento expressivo, houve também significativo ganho de margem, na medida em que o crescimento do EBITDA supera, em muito, o crescimento da receita.

Entretanto, é importante ressaltar que algumas empresas do portfólio tiveram resultados poluídos por fatores extraordinários que não se repetirão nos próximos períodos. Como exemplo, podemos citar a NotreDame Intermédica, que teve seus resultados negativamente impactados pelas internações referentes à segunda onda da COVID-19, e Iguatemi, que durante o segundo trimestre ainda teve seu horário de funcionamento reduzido por conta da pandemia – ambos efeitos transitórios.

A título de curiosidade, para ter uma percepção mais acurada de recorrência, se expurgarmos do cômputo estas empresas que estiveram sujeitas a fatores extraordinários, veríamos números ainda mais expressivos, com Receita evoluindo +35% e o EBITDA +54% no período – o que nos dá grande conforto em relação à evolução operacional das empresas investidas.

É bem verdade que as empresas citadas acima como detratoras de performance (Localiza, Renner e MRV) obtiveram resultados operacionais inferiores à média do portfólio – mas ainda assim, observamos crescimento de receita de 14% e aumento de 15% no EBITDA do período.

Ou seja, mesmo as empresas que mais contribuiram negativamente para a performance do fundo, têm gerado resultados operacionais positivos. Como efeito, os múltiplos estão comprimindo acentuadamente:

<i>múltiplo P/E (FY+1)</i>	ATUAL	média últimos 3 anos
Localiza	24x	33x
Renner	25x	29x
MRV	7x	12x

Fonte: Capital IQ

Corroborando com a nossa tese central, empresas dominantes acentuam suas vantagens competitivas em momentos de instabilidade econômica, seja por boa gestão, por acesso a crédito, por enfraquecimento dos competidores ou pela menor disposição de estrangeiros competirem no cenário doméstico.

A combinação da circunstancial queda nas ações de algumas boas empresas com o forte *rally* nas empresas de *commodities* (que possuem participação relevante no Ibovespa) têm sido as principais razões que explicam a atual distância do fundo em relação ao nosso *benchmark*.

Qual a pegada de carbono da Prevent Senior?

O caso “Prevent Senior”, ainda sob investigação, tem potencial para ser um dos mais relevantes casos de quebra de ética corporativa dos últimos tempos no cenário nacional. Ao longo da investigação na CPI foram desvendadas frases como “O óbito também é alta”; “Já viveu o suficiente” ou “Não vale investir nele” que delineiam como era a atuação da empresa frente aos idosos internados por terem contraído COVID-19, isso sem contar as denúncias de ocultação de mortes e prescrição de medicamentos sem consentimento das famílias.

A intenção aqui não é analisar ou tecer opiniões sobre o caso em si – até porque, conforme colocado, o mesmo ainda encontra-se sob investigação – mas sim trazer algumas reflexões e provocações à luz da temática ESG, supondo que a Prevent Senior fosse hipoteticamente listada em bolsa.

Como contexto, é importante ressaltar que a Prevent Senior dá acesso a saúde complementar a pessoas da terceira idade a preços bastante razoáveis. Importante lembrar que este é o público que justamente gera mais despesas médicas, as quais se elevam acentuadamente a cada ano que passa – razão pela qual os demais planos de saúde brasileiros têm se afastado deste segmento. Aliás, este fenômeno não se observa apenas no Brasil – mesmo nos EUA, onde vigora uma economia de mercado com baixa presença estatal, o público da terceira idade é atendido pelo Medicare, controlada pelo estado, justamente pela dificuldade de ser rentável.

Caso a Prevent Senior fosse listada em bolsa, potencialmente seria ovacionada pelos investidores ESG, justamente porque dá acesso à saúde a um público que carece do mesmo. Chamamos a atenção, portanto, para algo que temos sistematicamente colocado: ESG é processo, e não produto. O fato da Prevent Senior oferecer um produto que impacta positivamente a vida das pessoas não faz da companhia uma empresa aderente à agenda ESG. Infelizmente, continuamos nos deparando, e de forma cada vez mais frequente, com pessoas, analistas e fundos que distorcem o conceito ESG e interpretam a empresa à partir de sua atividade e não de suas práticas.

O segundo ponto que ressaltamos neste caso é, talvez, o mais relevante e ao mesmo tempo um dos mais desprezado na análise ESG: a materialidade. Fosse a Prevent Senior uma empresa listada em bolsa, os questionamentos comuns à companhia provavelmente seriam “qual a sua pegada de carbono e como pretende reduzir suas emissões?” ou “qual o percentual de mulheres nos cargos de liderança da companhia e quando a empresa trará mais diversidade?”

O mercado segue focando quase que exclusivamente nas pautas transversais, desconsiderando a materialidade específica de cada companhia e setor. No caso em questão, nada é mais importante

que a ética médica e os constantes dilemas com os quais as companhias precisam lidar: foco no resultado financeiro vs foco na saúde? Qual é o limite aceitável para não transgredir a ética?

As operadoras de saúde verticalizadas possuem um conflito em sua essência: há um incentivo perverso para o hospital gastar o mínimo possível já que o mesmo é controlado pelo plano de saúde, que é o responsável pela despesa.

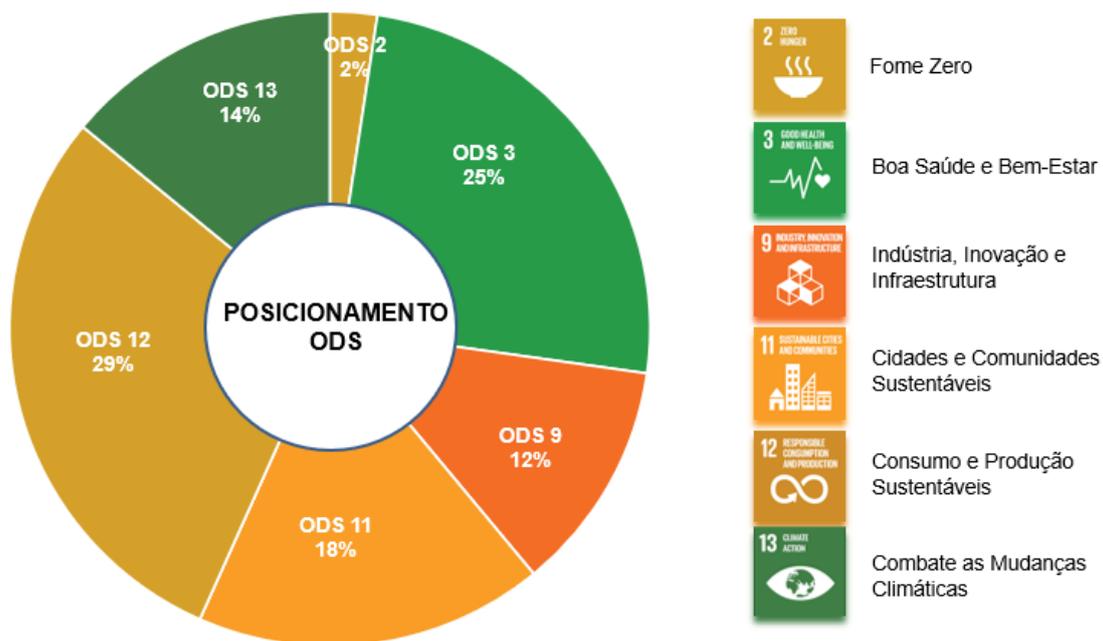
A FAMA Investimentos possui investimento na NotreDame Intermédica há pouco mais de 2 anos. Um dos pontos críticos da análise foi justamente a questão de dilemas éticos no atendimento médico. Entre tantas fortalezas e vantagens competitivas da empresa, sentimo-nos confortáveis com a seriedade em que este tema era tratado, bem como com a estrutura de governança que funciona como mitigante de risco. Não nos surpreendeu constatar que a companhia sequer adquiriu o chamado “kit covid” para o tratamento da doença, e que preservou na íntegra a independência médica.

Mais uma vez reiteramos que o olhar ESG à partir de indicadores não só é frágil como errado. Tudo começa pela ética e estrutura de governança e passa pela cultura corporativa. Os indicadores são apenas uma consequência da robustez do processo, mas infelizmente a análise ESG tem sido feita ao contrário: atenta-se ao produto ao invés do processo e foca-se nos indicadores ao invés da essência. Em prevalecendo esta forma, seguirá o mercado celebrando aqueles que deveria condenar e questionando aqueles que deveria celebrar.

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 54% de exposição:

Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU para os quais a **FAMA Investimentos** contribui majoritariamente



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*	-12,4%	-6,8%	9.955%	2.484%

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.

