

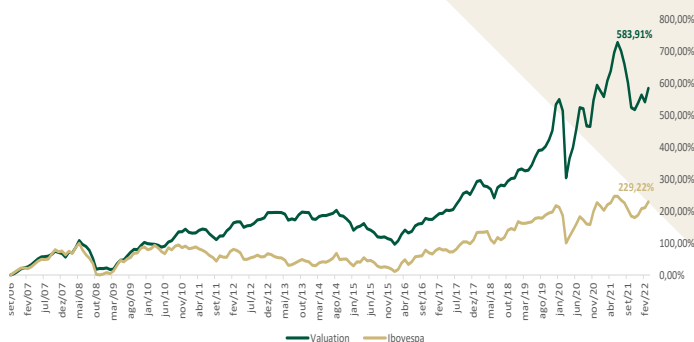
Carta de Gestão

Prezados investidores,

Esta é a carta de gestão do 1º trimestre de 2022. No período, o Impacto Valuation FIA acumulou alta de 7,11% enquanto o Ibovespa subiu 14,48%. Os mercados doméstico e internacional foram marcados por grande volatilidade, principalmente com um cenário inflacionário mais contundente em diversos países, a invasão da Ucrânia pela Rússia e a elevação da taxa básica de juros dos EUA.

Desde a sua criação, em 29 de setembro de 2006, o nosso fundo de ações acumula alta de 583,91% enquanto o Ibovespa rendeu 229,22%.

Retorno acumulado | Impacto Valuation FIA vs. Ibovespa



Fonte: CVM

petróleo pressionados pela guerra.

O mundo encontra-se dessincronizado. As taxas globais de inflação, sobretudo nos EUA e na Europa, estão nos níveis mais altos dos últimos 40 anos e o atraso dos bancos centrais em reagir a essas pressões altistas exacerbou ainda mais o dilema enfrentado pelas autoridades monetárias no curto prazo: intensificar o aperto monetário diante do aumento generalizado de preços ou atrasar a retirada dos estímulos para mitigar os impactos sobre a economia? A inflação funciona como uma profecia autorrealizável: se os agentes econômicos acreditam que a inflação é persistente e duradoura, então irão intensificar as compras no curto prazo em detrimento de fazê-las posteriormente, corroborando ainda mais com a inflação. Adicionalmente, o mercado de trabalho nas economias desenvolvidas está bastante aquecido, indicando que a inflação só conseguirá ser de fato combatida, como manda o livro texto, se houver alguma redução no nível de emprego. Nos EUA, o FED (banco central americano) iniciou o ciclo de altas em março e indicou que em todas as reuniões de 2022 haverá elevação dos juros. Pela proximidade geopolítica com o conflito em curso, o banco central que provavelmente terá mais dificuldade em subir juros de maneira a conter o processo inflacionário deverá ser o europeu. Já entre os países emergentes, há aqueles em que os bancos centrais já atuaram de forma mais incisiva, elevando a taxa de juros rapidamente para combater a inflação, como é o caso do Brasil, e outros nos quais ainda a leniência com a alta de preços persiste. Por último, temos a economia chinesa que parece estar imune aos aumentos de preços, onde as autoridades monetárias caminham no sentido contrário, baixando juros e injetando dinheiro para estimular a economia. As novas restrições de mobilidade por lá obrigaram o fechamento de partes de algumas indústrias e o congestionamento de portos comerciais.

Por ser um notório exportador de commodities, pela distância geopolítica com o conflito em curso, pela busca de ativos de value em detrimentos dos de growth e pelo patamar de juro real atual, o Brasil se tornou a bola da vez no 1º trimestre. Nossa bolsa está entre as maiores altas do período e a valorização do Real frente

Mundo dessincronizado

O 1º trimestre de 2022 trouxe acontecimentos que tornaram o mundo ainda mais complexo e desafiador. Em diversos países, inclusive no Brasil, tivemos um avanço sem precedentes no número de casos de covid em janeiro e fevereiro causado pela variante Ômicron sem que, necessariamente, isso se traduzisse em mais mortes, demonstrando a eficácia das vacinas.

Quando o cenário começou a se normalizar, fomos surpreendidos com a invasão da Ucrânia pela Rússia no final de fevereiro e a forte reação internacional no sentido de imposição de diversas sanções econômicas contra o país de Putin e os oligarcas que orbitam sua presidência. O balanço de riscos tornou-se ainda mais desfavorável em relação à inflação global, com o preço do gás e do

ao dólar é destaque no mercado de câmbio, acumulando valorização de 17,6%. A nossa atividade econômica tem mostrado resiliência maior que a esperada, levando o mercado a revisar o PIB deste ano para cima. O Banco Central, que elevou a SELIC para os atuais 11,75%a.a., já indicou que o ciclo de alta está próximo do fim. É importante que o nível de juro real não suba nem permaneça nesse patamar por um longo período para não gerar recessão nem pressionar excessivamente as contas públicas, sobretudo num cenário político ainda incerto para os próximos 4 anos.

seguros de automóveis e residências, avaliada na época em R\$950 milhões. Não houve desembolso por parte do Itaú. Já a Porto fez um aumento de capital de 30% para a fusão de ambas as carteiras, num negócio que estimado em R\$1,7 bilhão.

Atualmente, o conglomerado envolve 27 empresas, somando mais de 13 mil funcionários e se concentrando em quatro pilares estratégicos de negócio: seguros, saúde, negócios e financeiros. É reconhecida como uma das maiores seguradoras do país e líder de mercado no segmento de seguro para automóveis, cujo market share alcança 29%.

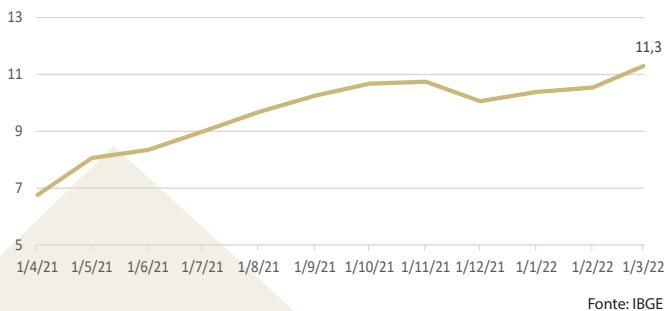
A nossa tese de investimento na Porto é descomplicada e gira em torno de dois pilares que nortearam o nosso racional: O aumento das receitas financeiras com elevação da Selic média em 2022 e reprecificação da carteira que deverá reduzir a sinistralidade em 2022.

Em 2020, o mundo conheceu os efeitos do lockdown em diversos setores da economia e com o de seguros de veículos não foi diferente. Num primeiro momento, o setor se viu beneficiado com o isolamento social, diminuindo número de acidentes e, conseqüentemente, os sinistros pagos pelas seguradoras. Já em 2021, com a retomada da circulação e a melhora significativa dos efeitos da pandemia, o mundo passou por uma alta inflação nos preços em geral que provocou uma pressão adicional na sinistralidade da empresa, pois a maioria das suas operações são de seguro de automóveis, cujos preço de veículos usados e autopeças disparou. É importante destacar que essa modalidade de seguro responde por mais de 60% da receita da companhia. Outro fator importante que prejudicou os resultados foi a alta sinistralidade do seguro saúde no momento mais acentuado da pandemia, chegando a quase 90% de sinistralidade, contra uma média de 78%. A sinistralidade é basicamente o percentual gerado pela relação entre o número de acionamentos pelo beneficiário e o valor pago para o plano de saúde. Ou seja, é o resultado da sua utilização, que logicamente, durante a pandemia entrou em patamares mais elevados. Hoje, a taxa do seguro saúde já voltou para patamares pré pandemia e não são números prejudiciais para a operação da empresa.

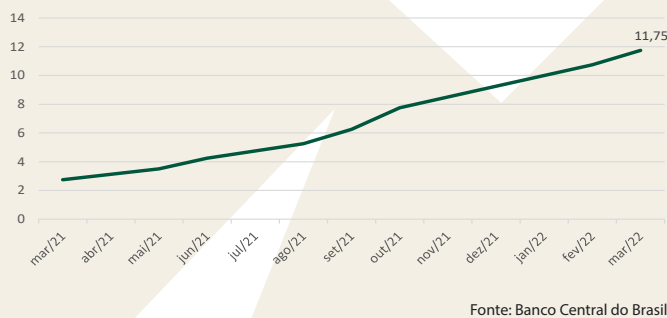
Com a elevação da Selic e todas as medidas para conter o desequilíbrio na cadeia de produção mundial, entendemos que estamos vivendo o pior momento da inflação e que, para os próximos resultados, já esperamos uma melhora nesse cenário, com eventual queda ou estabilização nos preços dos veículos e peças. Com a reprecificação dos seguros nos próximos resultados, deveremos ver diminuir a forte pressão na sinistralidade e com isso teremos uma melhora nos resultados operacionais da empresa, fato que o mercado ainda ignora.

A Porto, na parte do seguro de automóveis, consegue comprar peças com preços menores que suas concorrentes, dado a maior escala em sua operação, reduzindo os custos finais e tornando todo o processo mais rentável como um todo. Isso é refletido no seu histórico de sinistralidade que é mais baixo do que o mercado no geral. Aliado a isso, a alta qualidade dos serviços prestados pela Porto também faz

IPCA Acumulado 12 meses



Selic últimos 12 meses



Carteira Impacto Valuation

Grandes oportunidades de investimentos surgem quando boas empresas são precificadas pelo mercado com premissas catastróficas de curto prazo, fazendo suas ações serem mal avaliadas e criando pontos de entrada atrativos. Ao contrário da maioria das nossas cartas de gestão, onde passávamos uma breve apresentação da nossa carteira de ações, iremos apresentar dessa vez nossa tese de investimento na Porto Seguro, empresa que começamos a montar posição nesse trimestre.

A história da companhia começou no município de São Paulo em 1945 pelos diretores e acionistas do Bradesco, dentre eles Amador Aguiar. Já em 1972, quando a Porto Seguro ocupava o 44º lugar no ranking das seguradoras por volume de prêmios obtidos, Abrahão Garfinkel assume o controle acionário da companhia com a estratégia de fazer do corretor de seguros um parceiro e aliado. Com sua morte, em 1978, seu filho Jayme Brasil Garfinkel assume o comando da empresa. Formado em engenharia civil pela USP e pós-graduado em administração de empresas pela FGV, Jayme foi o grande responsável pela ascensão da Porto Seguro no Brasil. Mesmo com a entrada do Itaú na seguradora, em 2009, ele ainda possui 40% das ações. A entrada do banco se deu através da união das carteiras de

com que ela cobre um preço maior que o praticado no mercado na média geral nos seus seguros e tenha uma sensibilidade menor dos clientes aos reajustes de preços. O seguro é uma relação de confiança entre o segurador e o segurado, logo, o poder da marca e o histórico de reputação da Porto fazem com que a empresa consiga ser uma das mais rentáveis entre as seguradoras no geral.

Além da normalização de todas as condições acima descritas, o cenário de juros mais elevados em 2022 beneficia diretamente as receitas financeiras da companhia, já que seguradoras em geral possuem alto ativo financeiro. Hoje a Porto conta R\$14,3 bilhões em sua carteira de investimentos, que são alocados em títulos indexados à inflação, pós fixados e pré-fixados. Historicamente, a empresa se mostra uma boa alocadora de capital e consegue obter rentabilidade acima do CDI. Além do ativo financeiro originado pelos prêmios pagos pelos segurados, hoje a empresa possui caixa líquido de quase R\$8,9 bilhões, fazendo com que se beneficie do aumento da Selic, cenário oposto da maioria das empresas da bolsa brasileira que tem seus resultados impactados negativamente pela alta de juros, na linha da despesa financeira.

Existem outros projetos dentro do negócio que não levamos em conta na nossa modelagem financeira e que podem agregar valor no futuro da empresa, mas tratamos como opcionalidades, dentre os quais se destacam o Bllu, seguro auto que tem como público-alvo a população com menor renda, mercado que é dominado por empresas de proteção veicular e que não são segurados. Apesar do menor ticket médio, é um mercado promissor e que pode gerar valor no futuro. Outra opcionalidade é o serviço de assinatura de veículos chamado Carro Fácil. O cliente faz o aluguel de um veículo com os benefícios de um cliente segurado que, mesmo pequeno, já possui mais de 9 mil contratos ativos.


Dado que o pior cenário no curto prazo para a empresa já passou, o mercado continua perpetuando o mesmo. Assim, quando projetamos os resultados futuros com premissas conservadoras e que vão em linha com o seu histórico, conseguimos encontrar grande valor na Porto, que se encontra hoje bem destoante do preço da ação. Através da nossa modelagem encontramos a coisa que julgamos mais importante para um investimento: margem de segurança. O nosso modelo também implica um múltiplo de Preço/Lucro em 9x para 2022, que é bem abaixo da média histórica da companhia, dado a qualidade da empresa e seu crescimento de lucro de 19%a.a. desde 2012. Assim, encontramos uma empresa com alta margem de segurança, histórico de entrega e alta capacidade de geração de valor para o acionista, que é basicamente a junção de todos os componentes que um Value Investor busca em seus investimentos.


Conclusão


O descompasso no ritmo do aperto monetário dos bancos centrais e das realidades econômicas dos diversos países tende a se intensificar no curto prazo, uma vez que o cenário macroeconômico está mais desafiador. Há anos não víamos a inflação nos países desenvolvidos alcançar patamares tão altos e impactar a vida de tantas pessoas.

A dificuldade em se enxergar mais longe faz com que tenhamos mais cautela na alocação dos recursos. A forte alta das commodities é favorável para a balança comercial brasileira, o que colabora com a apreciação do Real e da nossa bolsa. No entanto, a taxa de juros real no patamar atual não é saudável no longo prazo para as empresas e para o ambiente produtivo brasileiro, sobretudo num momento onde o desemprego permanece acima da média histórica e a corrida eleitoral ganha cada vez mais destaque e nuances no nosso dia a dia. Seguimos nossa estratégia de alocação tática, nos mantendo sócios de boas companhias que consigam permanecer competitivas em diversos cenários. Nada supera a geração de caixa.



 @impactoinvestimentos

 Impacto Investimentos

 @impactoinvest



Visite nosso site e descubra como a Impacto pode te auxiliar.



impactoinvestimentos.com.br

Disclaimer: Essas informações foram obtidas de fontes consideradas idôneas, mas sua integridade e exatidão não podem ser garantidas. Esse Relatório não pode ser duplicado ou, por quaisquer meios, distribuído sem o prévio consentimento escrito da Impacto Investimentos.

 Impacto Investimentos - Belo Horizonte/MG - AV. Getúlio Vargas, 874, 16º andar - sala 1607
Impacto - Funcionários