

Prezados investidores,

No 2º trimestre de 2022, o Brasil Capital FIA - (BC FIA) apresentou queda de -19,9% e o Brasil Capital 30 FIA de -20,0%, enquanto o Ibovespa oscilou -17,9%.

Retornos BC FIA					
	2T22	12M	36M	60M	Início*
BC FIA	-19,9%	-33,9%	-10,5%	46,3%	1.102,2%
IGPM+6%	4,1%	17,7%	92,6%	146,0%	553,5%

Retornos BC 30 FIA					
	2T22	12M	36M	60M	Início**
BC 30 FIA	-20,0%	-33,8%	-12,5%	46,9%	140,5%
IBOV	-17,9%	-22,3%	-2,4%	56,7%	69,5%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Janelas referentes ao fechamento de Jun/22

*Início do Fundo BC FIA: 13/10/2008

**Início do Fundo BC 30 FIA: 27/08/2012

A Volatilidade Como Uma das Poucas Certezas

O segundo trimestre de 2022 foi definitivamente um dos mais desafiadores em relação a investimentos desde o início do século 20. O tradicional portfolio 60/40, referência americana de alocação representada por 60% do capital investido em ações e 40% investido em renda fixa, teve a 2ª pior queda histórica no acumulado do ano com performance de -13%. O pior dado da série refere-se a 1932 com queda de 24%, quando o mercado de capitais experimentou a maior de todas as crises (1929 *Stock Market Crash*), levando a Grande Depressão. No Brasil, os preços dos ativos não ficaram imunes a volatilidade global, com o Ibovespa caindo em torno de 18% no período.

Acreditamos que o nível de incerteza nas principais economias globais permanecerá elevado. Inflação descontrolada mesmo em mercados desenvolvidos, juros em alta, déficits fiscais sem precedentes, economias em desaceleração e a guerra na Ucrânia promovem uma narrativa desconfortável para o contexto macroeconômico global e consequente alocação de recursos.

No Brasil, somam-se às incertezas o resultado da eleição presidencial ao final do 2º semestre, na qual muito provavelmente persistirão apenas as alternativas Lula e Bolsonaro. Existem duas principais observações em relação ao potencial resultado das eleições: (i) não temos nenhum candidato promissor (o que já é realidade no país há tempos), e (ii) tampouco visualizamos um vencedor que assombrará os

mercados, algo que ocorre na América Latina com alguma frequência. A consultoria política norte-americana Eurásia, companhia cujo histórico de pesquisas é digno de nota, atribuiu 70% de probabilidade a vitória de Lula, 25% para Bolsonaro e apenas 5% para os demais candidatos.

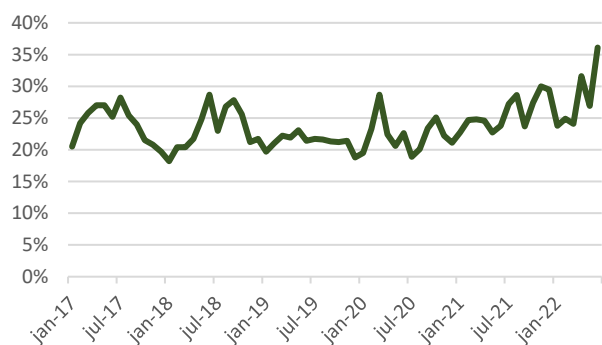
Assim, devemos focar nossa energia em construir um portfólio diversificado setorialmente, com empresas líderes, gestão competente, crescimento de resultado operacional robusto, e retornos projetados bastante acima da média histórica, como discutiremos adiante.

Abordagem Microeconômica e Retornos Projetados

Durante os momentos de elevada volatilidade é comum os investidores gastarem mais do seu tempo na tentativa de compreensão de dados macroeconômicos (dados da economia local, internacional, política etc.). Na Brasil Capital, especificamente, alocamos o tempo da nossa equipe de pesquisa e investimento nas questões microeconômicas (demonstrações financeiras das companhias, pesquisas qualitativas e quantitativas setoriais, reuniões com executivos etc). Isso não quer dizer que as perspectivas macroeconômicas sejam ignoradas, mesmo porque temos como premissa permanente compreender de forma geral o contexto, sem abruptamente redefinir nosso foco de análises, criando assim um processo robusto e estável ao longo dos ciclos de pesquisa, análise, investimento e monitoramento.

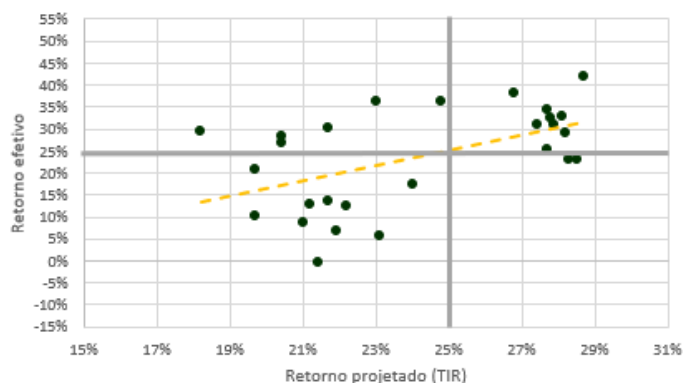
Tendo em vista a recente queda na cotação das empresas brasileiras, acreditamos ser um momento adequado para apresentar nossa melhor estimativa de retornos potenciais para nosso portfólio de ações, algo que já fizemos seletivamente no passado. Utilizamos diversas métricas de análise de valor (*valuation*) para nossos investimentos em ações, incluindo fluxo de caixa descontado e múltiplos comparáveis (P/L, P/PL) dentre outros, mas enxergamos maior consistência através da taxa interna de retorno (TIR) do capital investido em cada companhia nos próximos 3 a 5 anos. Diariamente nossos modelos são atualizados e mantemos essas estimativas de TIR agregada dos diversos investimentos do fundo ao longo dos últimos anos. A partir desse ponto, calculamos a TIR do fundo em si. Historicamente a TIR do fundo varia entre 20% e 25% ao ano, e, após a forte correção na bolsa brasileira no 2º trimestre de 2022, a TIR encontra-se no elevado patamar de 36%, como podemos ver no gráfico abaixo.

Histórico da TIR de 3 anos Projetada Brasil Capital



Vale comentar também que esses dados de TIR fazem sentido quando analisamos o longo prazo, pois é aí que os fundamentos tendem a prevalecer. Como diria Benjamin Graham, e Warren Buffett cita com frequência, “no curto prazo o mercado é uma máquina de voto (popularidade), enquanto no longo prazo é uma máquina de peso (substância, fundamentos)”. Ciente das limitações matemáticas do estudo, mas construtivos com a margem de segurança atual dos investimentos a longo prazo, exibimos abaixo um gráfico dos Retornos Anuais Projetados pela equipe da Brasil Capital e o Retornos Efetivos do Fundo. Ainda que seja necessário ter tempo para que os fundamentos prevaleçam e os retornos apareçam, fica claro que quando as TIR projetadas são acima de 25% ao ano, o retorno efetivo do Fundo também atinge em torno de 25% ou mais.

Retorno Efetivo versus Retorno Projetado Brasil Capital (Janela de 3 anos, ao ano)



Fusões e Aquisições Relevantes no Portfólio

Em nossa última carta apresentamos o racional de investimento de 2 companhias que concluíram recentemente importantes processos de fusão: (i) Hapvida com Grupo Notre Dame Intermédica e Localiza com Unidas. Durante o mês de junho foi aprovado pelos acionistas de BR Malls e Aliansce Sonae a fusão entre as companhias, algo

que julgamos ser extremamente relevante e benéfico, e, portanto, nos motivou a incrementar nossa alocação de capital nessas companhias.

Update Aliance Sonae e BR Malls

No dia 08 de junho de 2022, os acionistas da Aliance e da BR Malls aprovaram a fusão das duas companhias, criando a maior empresa de shoppings centers do Brasil com 58¹ ativos, 1,6 milhões de metros quadrados de Área Bruta Locável (ABL) própria e presença em 17 estados. A concretização da transação ainda depende da aprovação do CADE, que deve acontecer até o primeiro trimestre do ano que vem.

	ALIANSC SONAE brMalls	IGUATEMI	Multiplan
ABL Total 2021 (000m2)	2.340	709	908
ABL Própria (000m2)	1.585	469	735
Número de Ativos	58 ¹	16	20
Número de Estados em que estão presentes	17	4	7
Market Cap (R\$bi)	9,0 ¹	5,2	13,9
Receita Total 2021 (R\$mm)	2,099	867	1,310
Vendas Totais 2021 @100% (R\$mm)	29,939	12,707	14,598
Venda/m ² (R\$000/ano)	12,383	17,893	16,440

Como acionistas da Aliance e da BR Malls, entendemos que a nova companhia nasce com atributos convidativos ao mercado:

- Base de acionistas de longo prazo e gestão competente: do lado dos principais acionistas estão presentes na nova companhia o fundo canadense CPPIB², Renato Rique³ e Sierra Brazil⁴, os quais exercerão o papel de acionistas de referência. Em relação ao time de gestão, apesar da indefinição da composição final, julgamos que a seleção dos melhores executivos de cada companhia fará com que

¹ Desconsidera a participação de ALSO em BRML e a parcela caixa

² Canada Pension Plan Investment Board

³ Fundador Aliance

⁴ Filial Brasileira da Sonae Sierra

a empresa resultante tenha um dos *managements* mais experientes e competentes do setor.

- Ativos de alta qualidade: aprendemos ao longo do tempo que escala por si só não é necessariamente benéfica para o setor de shoppings centers e que ser proprietário de um bom ativo pode gerar poder de barganha para negociar condições melhores em ativos de pior qualidade, ao mesmo tempo em que o contrário também é verdadeiro. Ou seja, ativos ruins podem também trazer passivos em negociações de bons ativos, o que não é desejável. Tanto a BR Malls quanto a Aliansce entram nessa fusão após passarem por um movimento relevante de reciclagem de ativos e atualmente são donas de um portfólio de alta produtividade e rentabilidade.
- Liquidez: um dos grandes problemas da Aliansce sempre foi sua baixa liquidez quando comparada a seus principais competidores na bolsa (BR Malls, Iguatemi e Multiplan). Com essa fusão, a nova companhia terá em nossas estimativas liquidez de aproximadamente de R\$125 milhões por dia, tornando-se o ativo mais líquido do setor na bolsa.

Nas nossas contas, considerando R\$210 milhões de sinergias prometidas, o ativo consolidado está negociando a 8,3x P/FFO para 2023, o que além de ser baixo em termos absolutos e em comparação com a sua média histórica, representa um desconto de 17% para Iguatemi e 36% de desconto para Multiplan. Em outra ótica de *valuation*, a nova companhia vale hoje R\$9,5mil/m², enquanto o preço de reposição do setor após o período inflacionário que vivemos está na casa dos R\$16mil/m², desconto de 41%.

Apesar do passado recente difícil que o setor enfrentou com pandemia e aumento de juro, entendemos que a combinação de *valuations* descontados e recuperação de resultados nos próximos trimestres fará com que o setor performe bem, especialmente a Aliansce e BR Malls que passam a partir de agora a escrever um novo capítulo em sua história.

Contribuições Negativas no Trimestre

Hapvida/GNDI	-3,0%
Cosan	-2,4%
Mercado Livre	-1,8%

A Hapvida foi a principal contribuição negativa do fundo no trimestre. Entendemos que essa performance se deve principalmente à dinâmica de resultados recente da companhia e as implicações que trazem para o médio prazo. No 1º trimestre, a companhia apresentou um resultado fraco em todos os quesitos: receita fraca por conta dos reajustes abaixo do esperado e decréscimo de vendas

orgânicas, sinistralidade acima do esperado por conta de efeitos covid e comunicação confusa por conta da ausência dos dados de GNDI (fusão recentemente concluída) referentes a janeiro de 2022. Com esse resultado, colocou-se uma dúvida adicional com relação à velocidade e integralidade do retorno dos resultados operacionais que a companhia tinha antes da pandemia. Adicionalmente, a dificuldade que a companhia tem mostrado de crescer organicamente nos últimos trimestres e à conjuntura macroeconômica que tem penalizado muito empresas de múltiplos altos, geraram uma queda relevante das ações. Nesse cenário, reduzimos nossa exposição à companhia.

As ações da Cosan tiveram uma depreciação no trimestre de -23%, reflexo das perspectivas de aumento dos juros e de um cenário macro mais desafiador. Acreditamos que a grande diversificação do grupo em modelos de negócios resilientes é um grande diferencial para a companhia nesse cenário de turbulência macroeconômica, e que as diversas iniciativas estratégicas encaminhadas gerarão excelentes retornos aos seus acionistas. Os destaques de suas controladas no período foram (i) a aprovação da compra da Gaspetro pela Compass, (ii) a obtenção da licença de instalação para o projeto de extensão de Lucas do Rio Verde da Rumo, e (iii) a expansão internacional da Moove por meio da aquisição dos ativos da Petrochoice.

O Mercado livre aparece como uma das principais contribuições negativas no trimestre pela 2ª vez consecutiva. Na última carta, compartilhamos nossa visão de que a empresa seguia com boa dinâmica operacional em todas as principais linhas de negócios, tendo excelentes perspectivas de médio-longo prazo, tanto em receita quanto em margens, o que deveria sustentar um crescimento bastante acelerado do lucro da companhia nos próximos anos. Entendemos que esse cenário continua válido, com os últimos resultados nos surpreendendo positivamente, já que temos visto a empresa crescendo a taxas robustas e ganhando *market share* em um cenário macroeconômico bastante conturbado, ao mesmo tempo em que tem conseguido entregar melhoras incrementais de rentabilidade. No entanto, da mesma forma que nossa leitura de cenário micro para a empresa segue inalterada com relação à última carta, continua sendo verdade que o cenário macro tem penalizado empresas de alta *duration* por conta da alta de juros nos Estados Unidos. Dessa forma, continuamos acreditando que, olhando para um horizonte mais longo de tempo, para além de toda essa turbulência macroeconômica atual, o Mercado Livre continua sendo um caso com possibilidade de geração de valor enorme para o acionista.

Agradecemos a confiança.

Equipe Brasil Capital