

## PLOT TWIST<sup>1</sup>

*“Todo aprendizado provém da dor. A dor procura sempre a causa das coisas, enquanto o bem-estar se inclina a estar quieto e a não olhar para trás.”*

*Stefan Zweig*

2020 foi o primeiro ano da história da Athena Capital, que se iniciou em 2013, em que fundos apresentaram performance negativa. Mesmo sabendo que períodos assim são inevitáveis para uma gestora de renda variável, passar um ano sem remunerar nossos investidores nos traz uma sensação de estarmos em dívida. Se por um lado é importante não se deixar influenciar por flutuações na cota, por outro também precisamos usar esses momentos para refletir sobre onde poderíamos ter ido melhor e como essas lições podem ser inseridas no processo de melhoria contínua da empresa. Acreditamos que esse exercício se torna mais claro e prático ao olharmos separadamente a evolução das teses e números das empresas de sua precificação de mercado. Portanto, vamos mostrar resultados de algumas empresas do portfólio para, em seguida, com o benefício do retrospecto, trazer algumas dessas reflexões.

**A proposta desta carta será a de mostrar o que efetivamente tem ocorrido com algumas das empresas do nosso portfólio nos últimos 6-9 meses e como isso se compara ao imaginado quando a vida cotidiana começou a ser afetada diretamente pela pandemia. Mais que os números em si, apontaremos o que esses dados nos indicam sobre a perspectiva futura dessas empresas e setores.** Ao final, comentaremos sobre o que isso nos gerou de reflexão e o que nos mostra quanto à perspectiva futura das empresas.

Ao entrarmos nos resultados dos ativos, estaremos em boa parte revisitando o tópico de nossa última carta onde, entre outros aspectos, expomos nossa discordância de escolher investimentos baseados em previsões futuras de mudanças comportamentais, separando os ativos entre histórias vencedoras e perdedoras no “novo normal”, e como essa visão desconsiderava fatores como a dinâmica de competição intrasetorial. Expressamos a visão controversa de que, inclusive nos setores mais afetados, oportunidades de consolidação (orgânica e via M&A) e as mudanças no ambiente competitivo criariam empresas ainda mais dominantes e menos dependentes da dinâmica setorial.

No início da pandemia tais discussões eram puramente teóricas dada a quase ausência de dados e uma quarentena ainda no seu início. Por melhor que fosse a pesquisa e dedicação, a validação das teses era algo reservado aos dados futuros. Hoje, com mais de 3 trimestres vivendo nesse ambiente, coletando dados e observando os acontecimentos, já é possível ver indícios que negam ou confirmam diversas teses. Importante ressaltar que menos de um ano é pouco tempo para conclusões definitivas, por isso falamos em indícios e não em certezas.

<sup>1</sup> Termo que indica uma mudança radical na direção esperada/prevista do enredo.

Antes de entrarmos no ponto focal da carta, gostaríamos de fazer alguns breves adendos:

- I. Melhorias no Capital Humano da Athena
- II. Setor de Tecnologia
- III. Sustentabilidade da recuperação atual

## Melhorias no Capital Humano da Athena

Destacamos algumas mudanças ocorridas na empresa no processo de melhoria contínua ao longo do ano de 2020.

- **Aumento da equipe de análise e escopo de cobertura:** aumentamos a equipe de análise de forma relevante, permitindo ampliar o número de ativos e setores acompanhados sem perda de profundidade.
- **Novos integrantes com experiência de gestão:** trouxemos um profissional que, além de uma longa carreira como analista, já teve experiência como cogestor de fundos de ações. Além de ampliar a senioridade do time de análise, a experiência em gestão contribui para debates sobre o portfólio.
- **Ampliamos a equipe de programação:** trouxemos novos integrantes com conhecimento de programação, visando aumentar nossa capacidade de coletar e processar informações. Com isso temos mais pessoas atualmente colaborando com a criação de bases de dados e automação de processos.

## Setor de Tecnologia

Uma tendência bastante debatida tem sido a de se dar maior foco a empresas digitalizadas ou com propostas disruptivas, sendo comum se referir a tais empresas genericamente como participantes do Setor de Tecnologia. Achamos importante aproveitar esse espaço para clarificar um pouco mais nossa visão e atuação sobre o assunto.

O avanço tecnológico nas empresas e em nossa vida cotidiana não começou em 2020, mas seria uma miopia negar o fato que a pandemia acelerou o que já era uma forte tendência em curso. As empresas passaram a dedicar mais atenção (e capital) a essa frente para atender às novas necessidades dos consumidores, à medida que os mesmos, até pela necessidade imposta pela pandemia, tiveram que aprender a utilizar ainda mais as ferramentas digitais. Com isso, houve uma aceleração da curva de aprendizado e da base de clientes, quase que como antecipando 3-4 anos em 10 meses. Acreditamos que tais constatações não são novidade para ninguém nesse estágio - a diferença fica em como abordar tais acontecimentos para o futuro das empresas e, por consequência, para os investimentos.

Assim como a evolução tecnológica não teve início na pandemia, os estudos da Athena sobre o setor vêm de longa data. Com as novas complexidades e ferramentas originadas pela enxurrada de investimentos no setor, passamos obviamente a investir mais tempo e capital humano no exercício de compreensão da evolução do setor e de suas empresas. Para nós é clara a relevância que tais desenvolvimentos trouxeram ao mundo corporativo e de investimentos e, com o aumento do time de análise, temos ampliado nossa capacidade de cobrir, com profundidade, mais ativos desse segmento. Nossa percepção, vendo a forma com que o tema é conduzido por boa parte dos agentes de mercado, é que a principal diferença entre onde a Athena e o restante do mercado se encontram reside na forma de se analisar investimentos em certos ativos desse mundo.

“O balanço dela hoje não reflete nada”, “uma plataforma foi criada. Uma hora será monetizada”, “a penetração no futuro será muito maior, o market share dela também” passaram a ser, entre outras, frases usuais ao se falar de alguns ativos do setor. Em vários casos tais frases são válidas, mas devemos tomar cuidado para não confundir com a (in)capacidade de se ter alguma referência de possível valor do ativo, até por serem afirmações atemporais, que valem para qualquer nível de preço.

**O lado qualitativo é o pilar dos investimentos na Athena, mas ele precisa ser acompanhado da capacidade de medir uma referência de conforto de valor da empresa, ainda que isso seja bem mais difícil em alguns setores.** A forma de olhar cada ativo/setor também é completamente diferente, mas ainda assim alguma forma de mensuração de valor é necessária para gerar conforto de que não estaríamos investindo em algo muito bom, mas que já incorpora resultados espetaculares.

Nos aflige, em certos casos, a percepção de que pouco se leva em consideração o que está se pagando, por mais diferenciada que seja a empresa. Projeções de que ocorrerão expressivos aumentos de penetração, de *market share* e de rentabilidade são aceitas quase como uma certeza, ainda que referências globais mostrem raros casos (e países) que conseguiram atingir tais feitos. Risco de novos competidores emergirem, ou dos atuais ganharem musculatura, também passa longe de consideração, mesmo que a história nos mostre quase que o oposto disso, até pelas características de constantes mudanças de tendências do setor. **Os cenários projetados pelos mais otimistas podem ocorrer, é claro, mas o risco de execução também é elevado, algo que julgamos ser subestimado em vários casos.**

Com essa visão exposta, temos nos dedicado cada vez mais a mapear novas avenidas de crescimento. Entendemos que empresas com cultura ágil, bom *NPS*<sup>2</sup>, alto *LTV/CAC*<sup>3</sup> e baixo *Market Share* em relação ao *TAM*<sup>4</sup> tornam os cenários de potencial de geração de valor mais prováveis. Temos atualmente três investimentos em empresas vistas como disruptivas. Elas, em nossa visão, contêm os diferenciais qualitativos que procuramos, mas também uma assimetria de valor mais clara em cima de premissas menos exigentes.

**Os esforços em gerar diferencial de conhecimento no segmento de tecnologia serão constantes na Athena, cientes de que nosso conhecimento sobre o setor pode e deve ser ainda maior. Investimentos no setor, além dos já existentes, também estão sempre em pauta. Conseguir unir os “dois lados da moeda”, viabilizando assim a margem de conforto que exigimos para alocar o capital do fundo, também continuará sendo algo presente.**

## A recuperação atual é sustentável ou “artificial”?

Um questionamento constante é em relação a quão saudável é a recuperação de resultados de certas empresas. Qual é o impacto de medidas temporárias do governo, tanto das que afetam diretamente o consumidor (o auxílio

---

<sup>2</sup> Net Promoter Score. Metodologia criada pela Bain & Company que mede a lealdade dos consumidores a uma empresa. De forma simplificada, é perguntado se o cliente indicaria a empresa.

<sup>3</sup> *LTV/CAC* é calculada pela divisão de *LTV* (Lifetime Value) pelo Custo de Aquisição de Cliente.

<sup>4</sup> Total Available Market – Mercado total disponível

emergencial-Coronavoucher), como das que afetam diretamente as próprias empresas<sup>5</sup>? No caso das empresas, há ainda a “ajuda” de custos e despesas que podem apenas ter sido postergados por particularidades criadas com a pandemia, entre outros fatores.

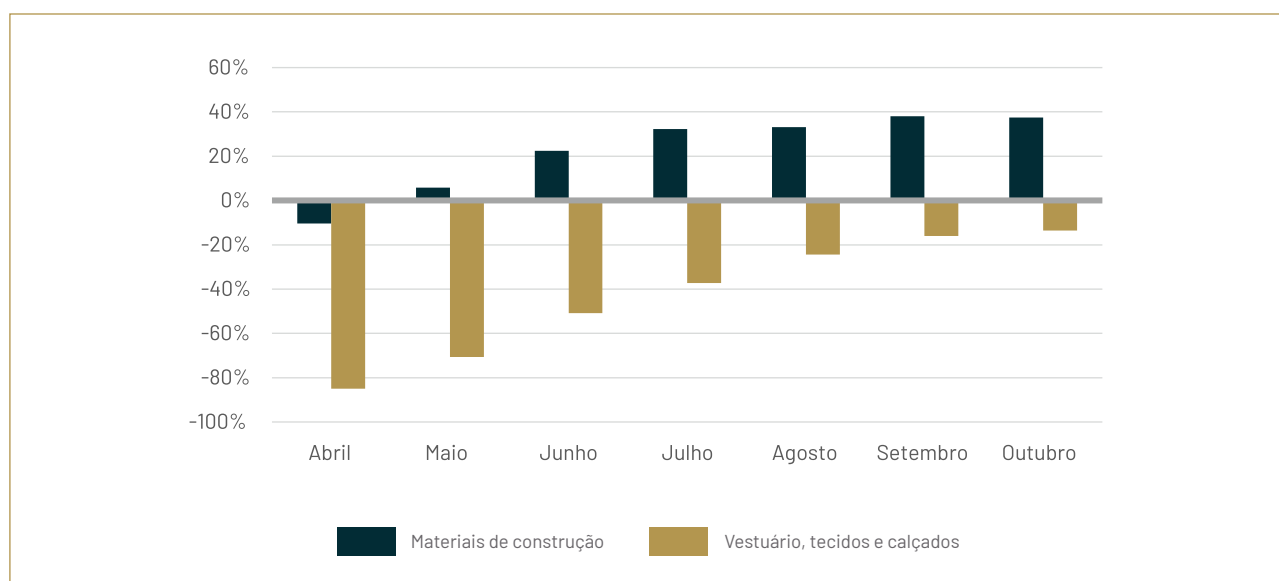
Achamos esse ponto pertinente e relevante, e tentamos ao máximo olhar a figura recorrente dos resultados, isolando o que de fato pode ser levado para a dinâmica de resultados futuros das empresas. Essa é, inclusive, uma das razões pelas quais temos dado pouco peso a números reportados puramente, ainda que esse tenha sido o foco do mercado durante a maior parte da pandemia.

Quando olhamos o lado de custos e despesas, o ITR<sup>6</sup> nos ajuda bastante a separar onde houve melhoras a serem carregadas para frente e o que foi pontual. Sempre há uma zona cinzenta, mas a leitura dos números limpos, ainda que trabalhosa, é bem mais simples de ser atingida.

Já no lado da receita, a interpretação fica mais difícil. A substancial ajuda do Governo Federal para a renda da população se mistura com uma representativa mudança do uso do capital do consumidor, muito por conta das condições impostas nessa triste pandemia.

Tomando um exemplo simples para ilustrar: Os setores de material de construção e de vestuário, tecidos e calçados tinham, até antes da pandemia, um tamanho financeiro similar<sup>7</sup>. Já na pandemia, a venda de materiais de construção apresentou uma forte aceleração, enquanto vestuário, tecidos e calçados sofreram uma desaceleração ainda mais intensa, especialmente no início da pandemia.

Imagem 1: Variação nas vendas de cada setor em 2020 em relação ao mesmo período em 2019



Fonte: Boletim Varejo Cielo  
Elaboração: Athena Capital

<sup>5</sup> Um exemplo é a MP 936 (convertida na Lei 14.020/2020) que permite, entre outras coisas, reduzir salários e jornadas de trabalho em até 70%, com parte do custo sendo diretamente coberto pela União.

<sup>6</sup> Formulário de Informações Trimestrais

<sup>7</sup> Usando SP como referências, ambos tinham faturamento ao redor de R\$55 bilhões. Dados Fecomércio e Sefaz/SP: <https://www.fecomercio.com.br/noticia/vendas-do-comercio-varejista-crescem-em-todas-as-regioes-do-estado-e-em-todos-os-setores-em-2019>

A divergência tão grande entre as vendas desses setores fez com que hoje eles tenham tamanhos razoavelmente diferentes. Quanto a vontade de fazer obras por utilizar mais a casa na pandemia, além da necessidade de “montar” um *home office*, influenciou nesse abrupto crescimento de materiais de construção no ano? E quanto o distanciamento social, cancelamentos de eventos, festas, presença em escritório e afins influenciou na necessidade de gasto com vestuário? Além disso, quanto o fato de lojas de material de construção permanecerem abertas durante a pandemia<sup>8</sup>, enquanto boa parte de lojas de vestuário ficaram fechadas ou com restrições pesadas por diversos meses, influenciou?

Mudanças de hábito do consumidor muito provavelmente têm influência no direcionamento do capital para consumo, tanto em 2020 como, em escala menor, para frente. Posto isso, nos parece inegável também que as condições impostas pela pandemia têm uma relevância abrupta nos mesmos indicadores, algo não recorrente e não perpetuável.

**Se presumirmos que o tamanho desses setores tende em direção a sua proporção original pré-pandemia, então a *outperformance* do setor de vestuário, tecido e calçados em relação ao de materiais de construção deve ser de cerca de 60%.**

Por conta dessas condições, certos setores estão com vendas parcialmente infladas, enquanto há uma demanda represada em outros tantos. Além do exemplo acima, há diversos outros.

Soma-se a isso, em nossa visão, o fato de que vivenciaremos um ambiente competitivo mais saudável em diversos setores. Por conta de saída, ou piora competitiva, de empresas menos diferenciadas, as empresas mais eficientes e/ou que melhor se prepararam durante a crise, continuarão a ganhar participação de mercado, atenuando o impacto do fim do Coronavoucher, mesmo que seu segmento de atuação sofra. Isso remete ao tema de que não concordamos em taxar setores entre vencedores e perdedores, e sim olhar empresas e dinâmicas de competição específicas em cada setor.

Por fim, importante de alguma forma se levar em consideração que há três meses o auxílio emergencial já é metade do que foi em meses anteriores, nos ajudando a ter alguma sensibilidade, ainda que preliminar, de onde a ajuda teve maior relevância.

Em suma, achamos correto o receio acerca do impacto do fim de auxílios como o Coronavoucher no resultado de algumas empresas. No entanto, acreditamos que fatores específicos e relevantes possam se contrapor a isso, fazendo com que o impacto seja bem menor que o precificado para diversas empresas.

## EVOLUÇÃO DOS CASES

Como comentado no início da carta, o intuito é explorar como algumas empresas têm evoluído nos últimos trimestres, uma vez que teorias sobre os efeitos da pandemia já haviam sido bastante divulgadas. **Focaremos no que a evolução das empresas até aqui nos diz sobre suas perspectivas futuras e como seu *valuation* tem mudado ao longo desse período. Escolhemos casos em que julgamos ter ocorrido uma evolução da tese de investimento sem que tenha ocorrido um ajuste similar no *valuation*.** Ao final da demonstração dos cases comentamos possíveis razões que podem estar causando esse descompasso entre a empresa e sua precificação.

---

<sup>8</sup> Lojas de Materiais de Construção foram elencados entre os serviços essenciais desde final de março.

## Shopping Centers

Em maio de 2020, durante um evento organizado pelo Bradesco, o presidente da ABRASCE<sup>9</sup> passou sua perspectiva realista de vacância do setor, indicando que ela poderia triplicar até o final do ano, chegando a aproximadamente 15%. A visibilidade, sem dúvida, era muito baixa e nosso objetivo não é criticar a projeção, mas sim mostrar as evoluções no setor em relação a previsões feitas durante a pandemia.

A vacância em novembro de 2020 calculada pela ABRASCE estava em 8% e a média da vacância dos shoppings listados no final do 3º trimestre de 2020 foi de 5,7%. Durante o 4º trimestre de 2020 dificilmente ocorrem grandes oscilações de vacância por conta do período sazonalmente forte de vendas.

**Então já podemos afirmar que a perspectiva de evolução desse indicador tem se mostrado bem melhor do que o previsto.**

Vale destacar que no 1º trimestre de 2021, sazonalmente vamos ver uma nova piora de vacância, mas estamos confortáveis com o *pipeline* robusto de comercializações dos últimos meses para termos uma evolução positiva a partir do 2º trimestre 2021.

Imagem 2: Vacância média das empresas listadas

TRIMESTRE	4T19	1T20	2T20	3T20
VACÂNCIA MÉDIA	3,6%	3,9%	4,8%	5,7%

Fonte: Empresas do setor listadas na B3  
Elaboração: Athena Capital

Imagem 3: Contratos fechados com novos locatários da BR Malls

BR MALLS - COMERCIALIZAÇÃO			
	2020	2019	
1º Trimestre de 2020	210	245	-14%
2º Trimestre de 2020	112	330	<b>-66%</b>
3º Trimestre de 2020	329	359	-8%
OUT/NOV de 2020	213	194	<b>10%</b>

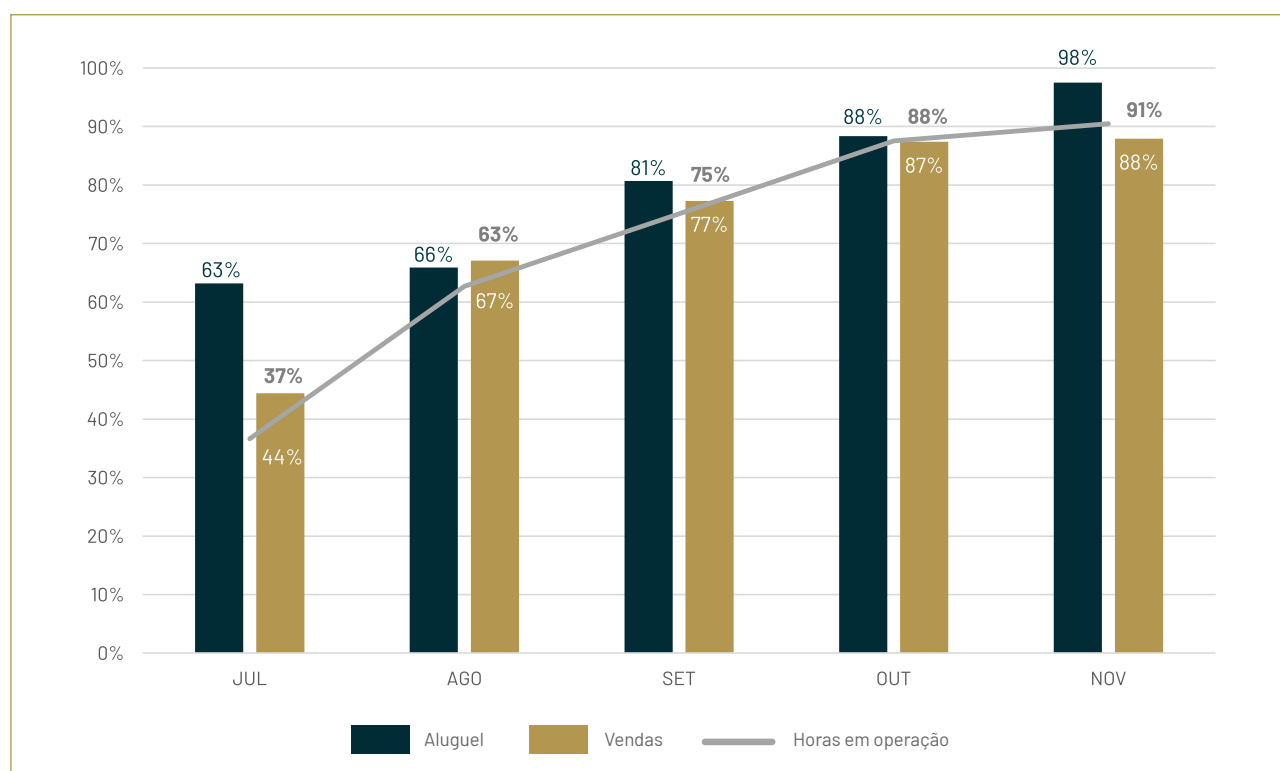
Fonte: BR Malls  
Elaboração: Athena Capital

9 Associação Brasileira de Shopping Centers

A vacância não tem sido o único vetor que tem nos surpreendido. Até porque não adiantaria nada ter uma boa taxa de ocupação simplesmente por conta de excesso de descontos, por exemplo. Por isso, achamos de extrema importância acompanhar a evolução de 4 métricas conjuntamente: vendas dos lojistas, descontos(aluguel), vacância e inadimplência.

No mês de novembro temos informações públicas de que alguns shoppings listados cobraram 90-100% do aluguel cobrado pré-pandemia, com vendas dos lojistas em patamares de 85% e inadimplência de 1 dígito (meses anteriores foi cerca de 15%). No gráfico abaixo é possível notar a rápida recuperação, que foi correlacionada com a redução das restrições de horas de funcionamento.

Imagem 4: Horas em operação, vendas e aluguel em relação a pré-Covid



Fonte: Empresas do setor listadas na B3  
Elaboração: Athena Capital

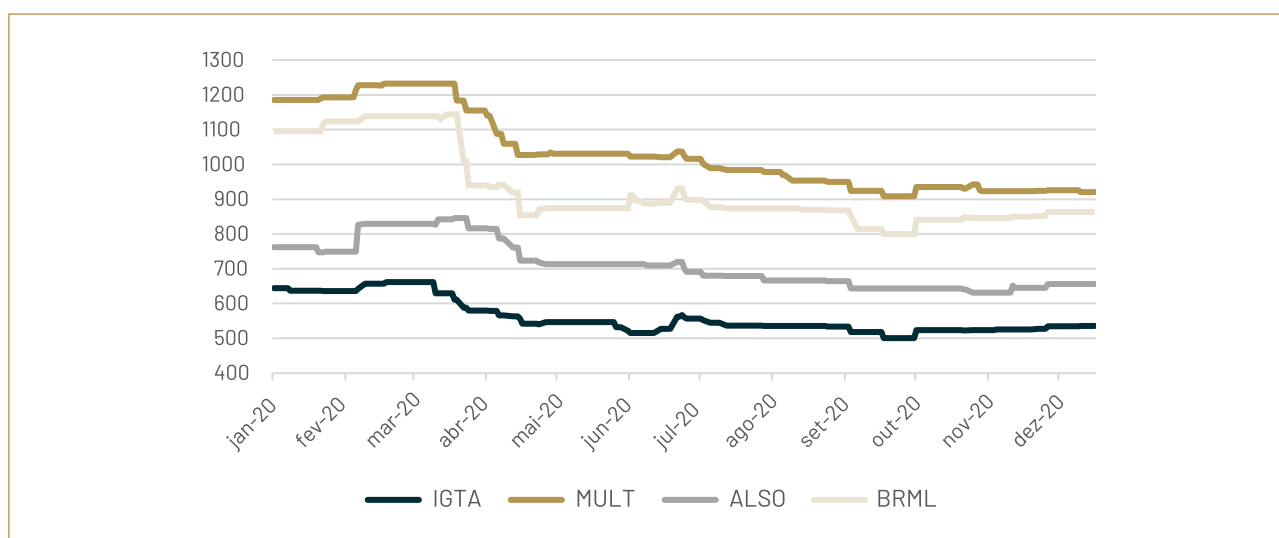
Possivelmente as evoluções nos próximos meses serão mais desafiadoras pelas novas restrições em alguns estados.

**Mais importante do que o número em si é constatar que não está havendo mudanças estruturais de hábito do consumidor. Em pesquisa feita pelo JP Morgan, apenas 5% tem intenção de frequentar menos os shoppings após a vacinação, enquanto 50% pretendem frequentar mais.**

Nesta mesma pesquisa, apenas 8% disseram que reduziram frequência durante pandemia por conta do e-commerce e 83% citaram a Covid como motivo.

Desde setembro, é possível observar algumas pequenas revisões positivas de perspectivas por parte dos *sellsides*, mas acreditamos que ainda sejam bem conservadoras dado o cenário recente que tem se desenhado. Nossas perspectivas estão cerca de 10% acima e o *valuation* atual ainda segue descontado, P/FFO 21E de aproximadamente 16x (referência pré pandemia girava em torno de 19x), precificando como se fosse um setor que não tem mais crescimento real. Aliance Sonae, por exemplo, ainda negocia próximo do custo de reposição dos shoppings<sup>10</sup>.

Imagem 5: Estimativas de Sell Sides para o EBITDA 2021 (R\$MM)



Fonte: Bloomberg  
Elaboração: Athena Capital

## Qualicorp

Nos últimos 4 anos o crescimento da receita da Qualicorp foi bem tímido, seja por não ter tido crescimento orgânico da base de cliente, como também por *downgrades* relevantes que afetaram seu *ticket*. A baixa oxigenação da base de clientes neste setor é algo ruim para tendências de sinistralidade futura e acaba gerando perda de competitividade do produto. Para endereçar todos estes desafios, a empresa vem passando por uma grande mudança de capital de humano após a entrada da Rede D'or como um acionista de referência.

Durante a pandemia, as expectativas do mercado para a empresa pioraram pelo receio tanto de base de clientes como também de rentabilidade. Analisando o resultado do 3º trimestre, é possível observar resiliência tanto na receita quanto no EBITDA da companhia. A empresa tem conseguido investir em tecnologia e no seu canal de vendas sem impactar a margem graças à eficiência do novo management e porque a piora de *PDD*<sup>11</sup> não foi tão relevante, mitigando um dos receios do mercado

<sup>10</sup> EV/m2 ALSO = 10,5x vs média dos últimos 3 greenfields que mapeamos foi de 10,7x

<sup>11</sup> Provisão para Devedores Duvidosos



Imagem 6: Dados do 3T20 comparados ao ano anterior

	3T20	3T19	ANO CONTRA ANO
Receita (R\$MM)	524,6	517,7	1,3%
EBITDA (R\$MM)	272,9	259,0	5,0%
Margem EBITDA	52,0%	50,0%	+2,0 p.p.
PDD em % receita	-5,2%	-4,5%	-0,7 p.p.
Vidas adesão (milhares)	1165	1167	-0,2%

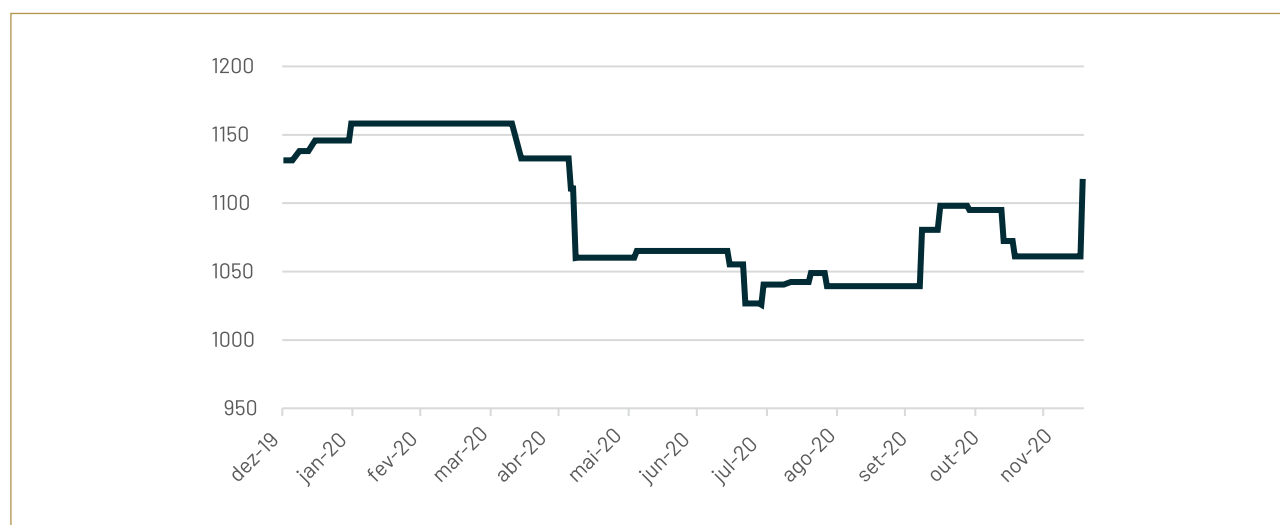
Fonte: Qualicorp  
Elaboração: Athena Capital

Em relação a crescimento, ainda não é possível observar ele ocorrendo de forma orgânica. Entretanto, vale destacar que a nova parceria com a Intermédica, anunciada em agosto, só foi estendida para ser vendida em todos os canais da Qualicorp no final de dezembro. Esta parceria é muito relevante porque endereça a falta de produtos com ticket mais acessível, principalmente em São Paulo.

As aquisições foram bem relevantes, totalizando mais de 10% da base de clientes. Mais importante do que trazer aumento na base de clientes são as novas praças e novas operadoras que a empresa acrescentou ao seu ecossistema por conta das diversas aquisições que fez.

Estamos otimistas para a retomada do crescimento orgânico da base de clientes em adesão para 2021 e com o novo *management* pensando “fora da caixa” para agregar valor aos seus *stakeholders* (acionistas, clientes e corretores). Apesar do mercado já ter mais clareza de que a tese ruim não se concretizou, ainda enxergamos um *valuation* descontado, P/E 21E de aproximadamente 16x (comparado a 19x antes da pandemia), o que, na nossa visão, deixa implícito que as novas iniciativas anunciadas não serão bem sucedidas, algo com o que discordamos.

Imagem 7: Estimativas de Sell Sides para o EBITDA 2021 (R\$MM)



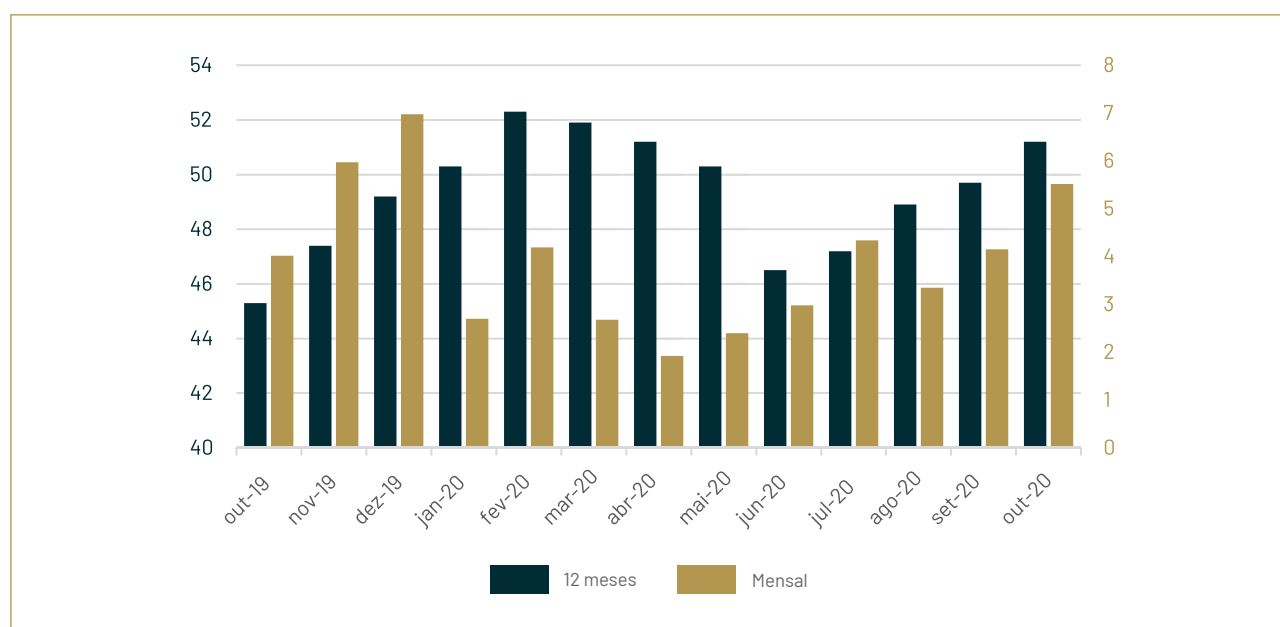
Fonte: Qualicorp  
Elaboração: Athena Capital

## Construção/ Even

No início da pandemia, as estimativas para vendas de imóveis, sobretudo os não incluídos dentro do Programa Minha Casa Minha Vida, eram desastrosas. A CBIC<sup>12</sup>, em maio, chegou a comparar o cenário com a crise de 2008 quando, entre agosto de 2008 a julho de 2009, houve recuo de 45% em lançamentos e vendas de imóveis.

Apesar das estimativas mais pessimistas, as vendas de imóveis residenciais apresentaram uma recuperação muito forte desde junho. Após a reabertura dos stands de venda, as vendas de imóveis se recuperaram de forma expressiva e hoje o patamar de vendas mensal na cidade de São Paulo, principal praça do segmento no país, já está no nível pré-pandemia, como vemos no gráfico abaixo:

Imagem 8: Dados de vendas de unidades residenciais em SP (em milhares)



Fonte: Secovi/SP  
Elaboração: Athena Capital

O segmento de incorporação residencial, como é bastante dependente de financiamento com prazo bastante longo, é muito beneficiado pela nova dinâmica brasileira de juros estruturalmente mais baixos. De uma maneira geral, para cada 1% de queda na taxa de financiamento imobiliário, a prestação do imóvel cai 7%, aumentando bastante a penetração de mais pessoas aptas a comprar novas residências. Portanto, como desde 2016-2017 os juros do financiamento imobiliário caíram 4-5 pontos percentuais, a prestação média de um imóvel se reduziu em 30% neste período, como vemos na simulação da tabela abaixo. Isso fez com que a residência própria passasse a ser mais acessível para um contingente muito maior de brasileiros.

<sup>12</sup> Câmara Brasileira da Indústria da Construção

Imagem 9: Mudança no affordability em função da mudança de juros

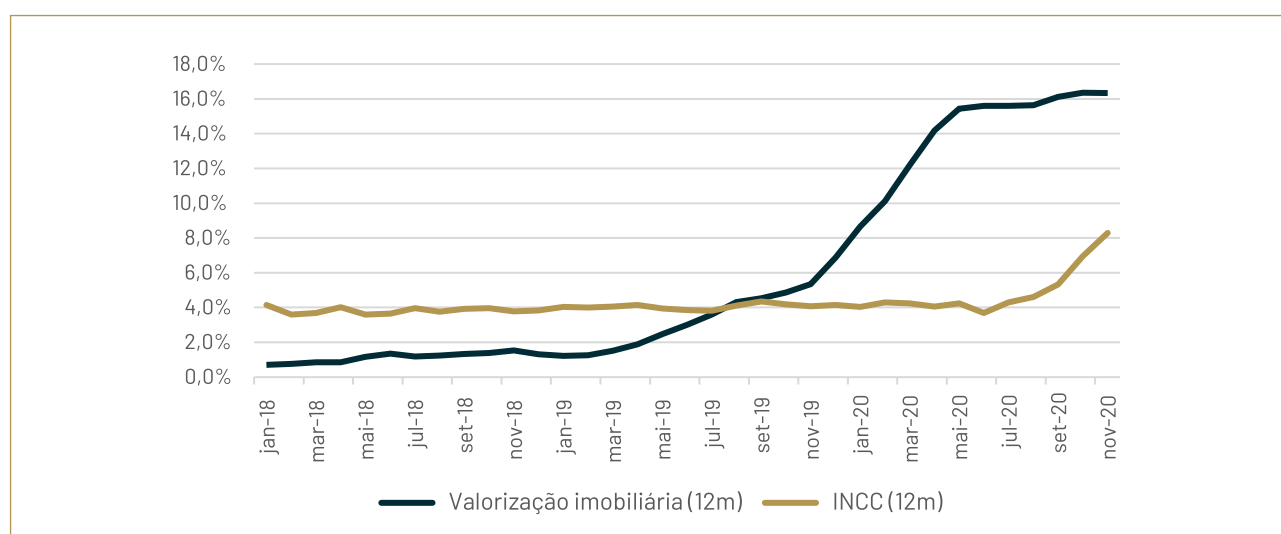
SIMULAÇÃO DE RENDA NECESSÁRIA PARA AQUISIÇÃO DE IMÓVEL NO VALOR DE R\$ 400.000,00 (80% FINANCIADO)			
	2016	2010	MUDANÇA
Taxa de hipoteca	11,5%	7%	(4,5 p.p.)
Prazo (anos)	30	30	
Primeira prestação	R\$ 3.805,00	R\$ 2.698,00	
<b>Renda mensal necessária</b>	<b>R\$ 12.683,00</b>	<b>R\$ 8.994,00</b>	<b>-29,10%</b>

Fonte: Banco Central  
Elaboração: Athena Capital

Ao longo do segundo semestre de 2020, outro ponto que aumentou o receio dos investidores em relação às ações das incorporadoras foi a forte pressão inflacionária nos insumos de construção civil. Aqui destacamos duas causas principais para a forte aceleração de preços nestes itens: i) a desvalorização cambial do período, que impulsionou o preço de vários insumos dolarizados e ii) a interrupção momentânea das atividades de várias indústrias no meio da pandemia, somando-se ao fato de que a curva de retomada de produção dessas indústrias se mostrou mais lenta que a retomada da demanda.

Ainda que esta inflação de custos seja um ponto de atenção, acreditamos que as companhias posicionadas no segmento de média-alta renda estão relativamente bem posicionadas para lidar com tal pressão. Isto porque os recebíveis destas companhias são indexados ao índice de inflação setorial (INCC) e, além disso, os imóveis em SP tiveram seus preços incrementados em 16,5% nos últimos 12 meses, montante muito superior à alta de 8,2% do INCC no período.

Imagem 10: Valorização real no mercado imobiliário de São Paulo



Fonte: ABECIP (IGMI-R) e FGV  
Elaboração: Athena Capital

Abaixo uma tabela mostrando que os recebíveis<sup>13</sup> da Even (nossa posição no setor) representam 1,6x o montante de custos a incorrer dos empreendimentos já lançados pela companhia e um gráfico com a dinâmica de preço dos imóveis em SP desde 2018, comparando com a inflação setorial (INCC) do período.

*Imagem 11: Recebíveis reajustados pelo INCC maiores que custos a incorrer*

RECEBÍVEIS EVEN (MM R\$)	
Recebíveis contabilizados	1.373
Recebíveis a contabilizar	1.616
<b>Recebíveis Totais (A)</b>	<b>2.989</b>
Obrigações de unidades vendidas	1.122
Obrigações de unidades em estoque	803
<b>Total de custos a incorrer (B)</b>	<b>1.925</b>
<b>Recebíveis/custos a incorrer (A/B)</b>	<b>1,6</b>

Fonte: Even  
Elaboração: Athena Capital

Olhando especificamente para a Even, a companhia executou ao longo de 2020 algumas iniciativas que tendem a destravar bastante valor de médio prazo para a empresa.

Em setembro a companhia conseguiu emplacar o IPO de sua subsidiária no RS, a Melnick. Com isso, ela passa a estar capitalizada para aproveitar o crescimento do mercado imobiliário de Porto Alegre, quarto maior do país, solidificando sua liderança inquestionável na região. Além disso, a Even concluiu no final de dezembro duas operações que vão incrementar a rentabilidade da sua operação. A empresa finalizou na última semana do ano a venda do Hotel Fasano, lançado em 2019, para a Gafisa por R\$ 310 MM e fechou na semana anterior a venda dos estoques de imóveis que restam de sua operação do Rio de Janeiro e, assim, saindo de vez deste mercado. O Rio vem contribuindo com R\$ 40-50 MM de prejuízo anual para empresa nos últimos 2-3 anos e comprometendo bastante sua rentabilidade consolidada. Com os recursos dessas alienações, a companhia tende a distribuir dividendos elevados, enxugando seu patrimônio e aumentando bastante a rentabilidade prospectiva de suas operações. Com a saída do Rio, a Even passa a concentrar em sua operação já muito bem azeitada de SP, com ROE na regional já em 18% em 2021, capacidade construtiva provada e um *landbank* bem comprado em uma praça com demanda aquecida. Além da operação paulista, a Even também é um acionista relevante (43% de participação pós IPO) na Melnick, líder com aproximadamente 25% de *market share* na cidade de Porto Alegre e altamente capitalizada para aproveitar o crescimento e oportunidades na região.

Vale mencionar que, desde 2015, a Even passou a ser uma empresa de controle definido. Desde então, a Nova Milano controla a companhia e vem promovendo alterações em alguns de seus executivos e na sua política de remuneração, alinhando as remunerações do *Top management* a metas claras de retorno sobre patrimônio (ROE) da companhia.

<sup>13</sup> Recebíveis durante o período da obra e reajustados pelo INCC

Apesar de toda melhora de suas operações ao longo do ano de 2020, quando a companhia realizou as três operações que, a nosso ver, destravaram bastante valor para a empresa, as ações da companhia ainda caem mais de 25% desde o período pré-pandemia, com uma mudança ainda maior em seu *valuation*. Abaixo segue uma tabela comparando alguns múltiplos operacionais e financeiros da Even pré-pandemia e hoje, com a companhia focada em SP e com participação relevante na subsidiária Melnick, agora mais capitalizada:

*Imagem 12: Mudança no Valuation em relação a pré-pandemia<sup>14</sup>*

	FEV/20	DEZ/20	VARIAÇÃO
BV corrente/ação	7,92	8,31	4,9%
P/BV corrente	2,08	1,45	-30,3%
ROE 12 meses FWD	11,6%	16,4%	41,4%

Fonte: Even  
Elaboração: Athena Capital

## Sulamérica

Com o início da pandemia, alguns questionamentos/expectativas sobre o setor de saúde e sobre a Sulamérica começaram a surgir, dentre eles o possível aumento substancial de sinistralidade para todo o setor. Quanto aos receios direcionados especificamente à Sulamérica estavam a possível queda de base devido à perda de renda (dado seu ticket médio mais elevado) e questionamentos sobre a alocação dos recursos da venda da operação de Auto e Ramos Elementares para a Allianz.

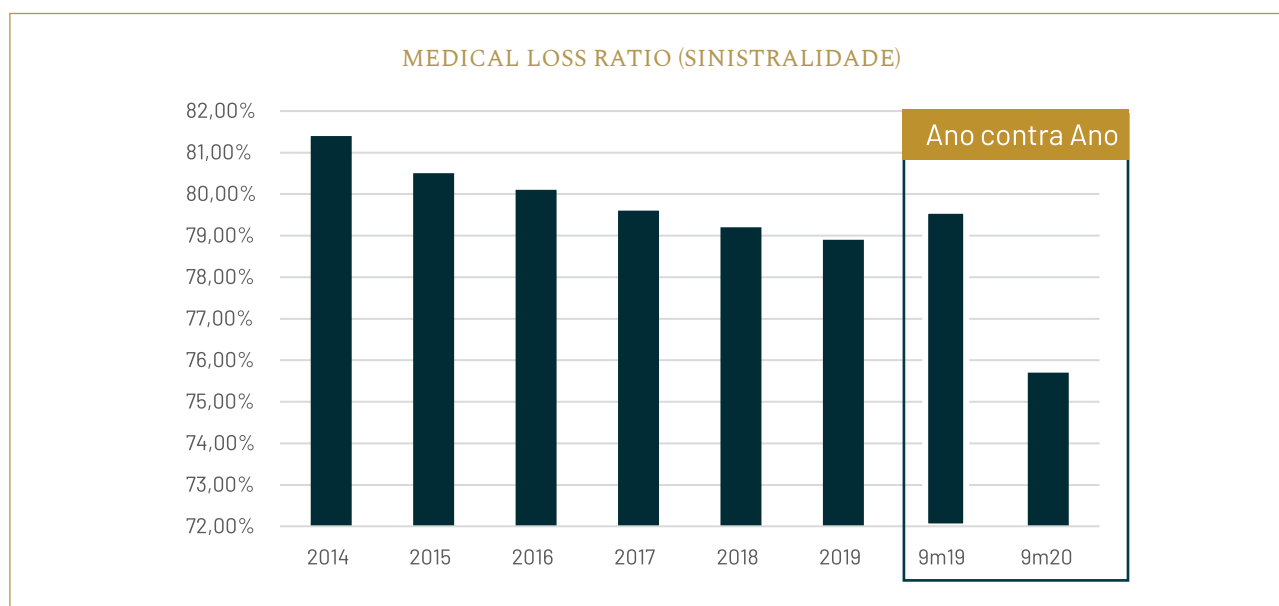
Desde que esses questionamentos surgiram, o que temos observado é uma sinistralidade melhor que o esperado, dado fatores conjunturais, como: indícios de uma melhora estrutural para futuro, uma base mais resiliente que as expectativas criadas durante a pandemia, ainda que pior do que seria esperado no início do ano, e uma alocação de capital eficiente e alinhada. Abordaremos como isso ocorreu e o que nos traz de indícios, ponto a ponto, nos próximos parágrafos.

**Quanto à sinistralidade**, a expectativa com o começo da Covid era de que ela subiria substancialmente devido a uma iminente corrida para os prontos-socorros, deixando os hospitais lotados, acarretando altos custos para empresas como a Sulamérica, por exemplo. No entanto, o que se viu foi o oposto: os custos das operadoras de saúde, principalmente das seguradoras, se reduziram para patamares históricos. A principal razão foi a postergação dos procedimentos eletivos feita pela ANS<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> BV = Book Value. 12m FWD = próximos 12 meses. Na avaliação de fev/20 foi considerado o BV da Even do 4T19. Na avaliação de dez/20 foi considerado o BV da Even do 3T20, ajustado pelas alterações contábeis das 2 operações anunciadas (venda da operação no RJ e do hotel Fasano).

<sup>15</sup> Agência Nacional de Saúde

Imagem 13: Sinistralidade (saúde e odontológico) Sulamérica

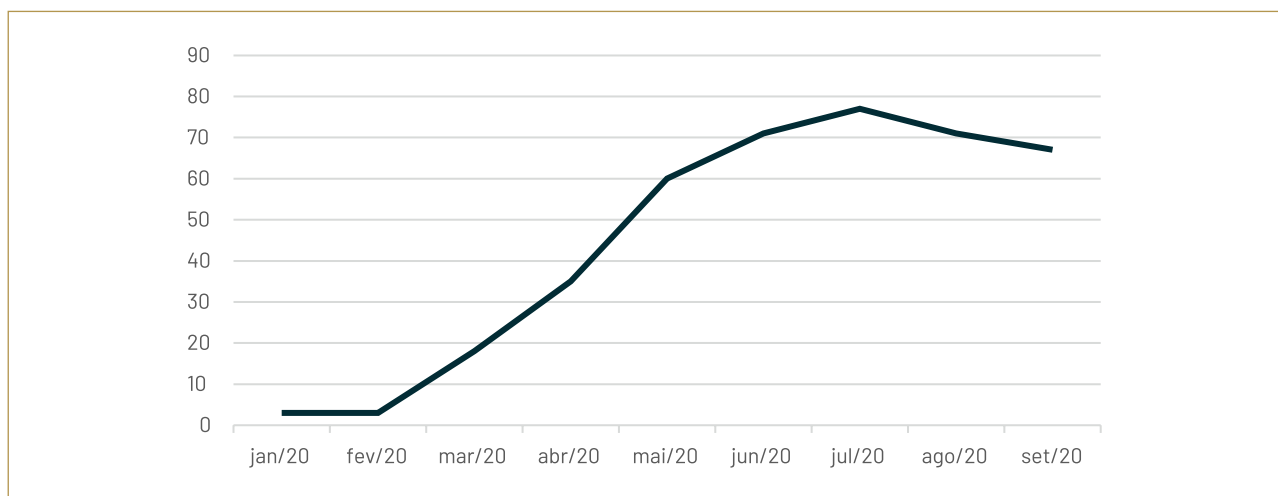


Fonte: Sulamérica  
Elaboração: Athena Capital

Entendemos a natureza momentânea da melhora operacional causada pela decisão da ANS e que diversos procedimentos eletivos ainda estão represados. Entretanto, acreditamos que ao longo dos últimos meses outro fator emergiu como vetor positivo para o aumento da eficiência do controle de custos do setor: a telemedicina. Com o isolamento social, uma portaria temporária permitiu o exercício de consultas online. O benefício para o setor vem principalmente através do uso mais eficiente dos canais utilizados pelos beneficiários, mais especificamente por evitar idas desnecessárias ao canal mais caro: o pronto-socorro. Após diversas conversas com membros da cadeia de saúde, acreditamos ser elevada a probabilidade de não haver retrocesso em relação a esse tema.

Para a Sulamérica, os efeitos da telemedicina estão evidentes nos números reportados até o momento: em fevereiro a média mensal de orientações médicas por vídeo era de 500. Hoje, trabalham com média diária de 3.000 consultas médicas. Uma vez que seus produtos ainda são majoritariamente de rede aberta, o controle que a telemedicina traz é ainda mais relevante quando comparado com o efeito em planos de redes fechadas que já dispõem de mecanismos de controle de acesso mais rígidos. No final do dia, enxergamos a empresa mais madura e com mais ferramentas de controle de sinistralidade, o que deixa nossa visão de longo prazo mais positiva.

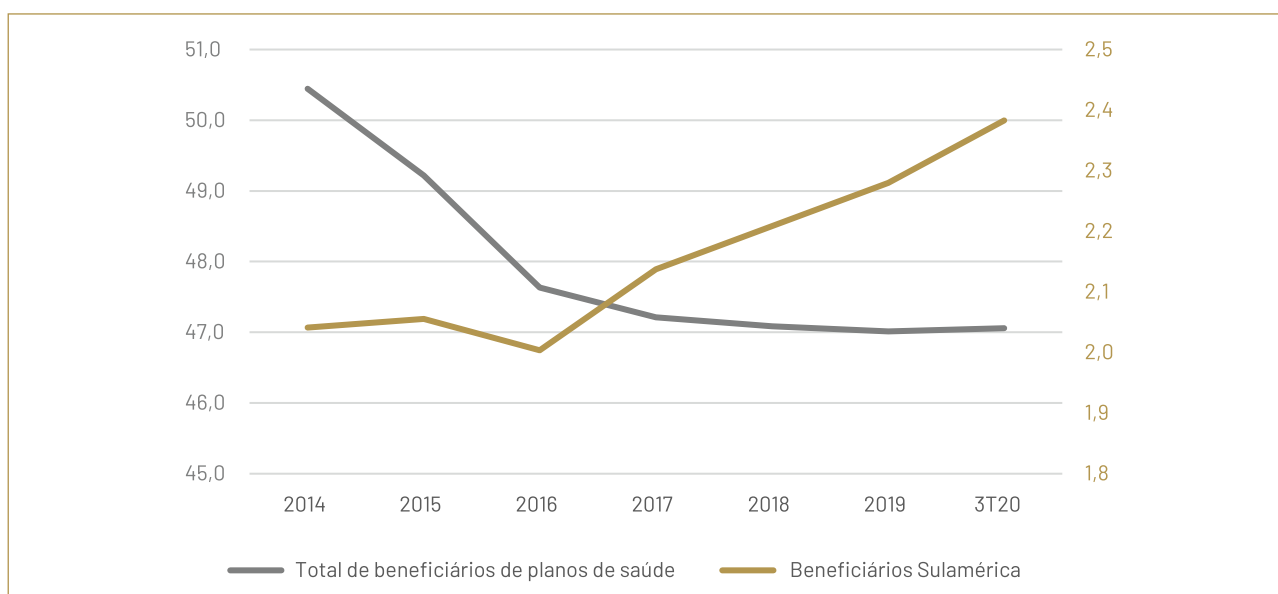
Imagem 14: Volume de atendimento online e Orientação Médica Telefônica (milhares)



Fonte: Sulamérica  
Elaboração: Athena Capital

De 2014 até 2019, a empresa apresentou crescimento médio de beneficiários de +2,2% a.a. em comparação a -1,3% a.a. do mercado, mostrando resiliência mesmo nos anos de 2015 e 2016, onde o desemprego aumentou consideravelmente e o PIB encolheu aproximadamente 7p.p. Começamos 2020 com expectativas de crescimento de beneficiários na ordem de +4,0% no ano. Com o isolamento social, a capacidade de vendas se viu comprometida e o crescimento reportado desacelerou do ritmo de +3,2%, reportado em 2019, para +1,6% no 3º trimestre de 2020, quando comparado ao mesmo período do ano anterior. A evolução da base tem superado as expectativas do início de pandemia, que apontavam para queda do número de beneficiários devido ao alto custo do seu produto. A tese é que ocorreria, de maneira acentuada, a troca de planos mais caros por planos mais baratos, representados normalmente por Operadoras de Saúde Verticalizadas.

Imagem 15: Histórico da base de clientes (milhões)



Fonte: Sulamérica e ANS  
Elaboração: Athena Capital

Outro reforço para a tese foi o lançamento de novos planos da família Sulamérica Direto no segmento Adesão e PME, produtos com rede restrita e ticket médio aproximadamente 20% mais baixo que o até então produto de entrada da empresa. Após ajustes, algo natural em um produto novo, acreditamos que eles já estão ganhando tração e passarão a ter cada vez mais relevância ao longo dos próximos anos. Com isso aumenta o mercado endereçável da companhia e sua capacidade de crescimento. Outro indício das possibilidades de crescimento da Sulamérica é o ambicioso plano de crescimento da Rede D'Or, maior grupo operador de hospitais do país. Para executá-lo, será necessário ter novos produtos nas novas regiões onde a Rede D'Or entrará e, nesse caso, uma seguradora não verticalizada com marca forte como a Sulamérica aparece como o parceiro ideal.

**Quanto à alocação de capital**, foi possível observar durante 2020 a alocação dos R\$2.1Bi da venda da Operação de Auto e Ramos Elementares para Allianz da seguinte forma:

- i. Recentemente a cia completou seu programa de recompra de ações, totalizando 5% de seu capital social, gerando cerca de R\$570MM de retorno para os acionistas.
- ii. Dividendos extraordinários de R\$548MM. Representando 3,2% do Market cap atual da cia.
- iii. Compra da Paraná Clínicas por R\$385MM, adicionando 94 mil beneficiários à sua base. Operação realizada em parceria com a Rede D'Or, que ficou com o Hospital Santa Cruz, enquanto a Sulamérica recebeu a carteira de beneficiários.

Dito isso, aproximadamente R\$1.5Bi dos R\$2.1Bi foram investidos ou devolvidos para os acionistas, resultando em melhora na estrutura de capital da cia.

Por ser uma seguradora e não possuir ativos, a dinâmica do resultado financeiro da companhia é diferente das operadoras verticalizadas, uma vez que a remuneração do seu caixa afeta de forma relevante o lucro líquido da mesma. Com boa parte do seu resultado financeiro correlacionado com o CDI, que está na mínima histórica, acreditamos que o resultado da Sulamérica está atualmente subestimado, impactando substancialmente o múltiplo e rentabilidade da empresa. Com os juros em níveis mais recorrentes, a rentabilidade da companhia melhora de maneira muito relevante, como fica evidente na tabela abaixo.

*Imagem 16: Tabela de sensibilidade a variação do CDI e seus P/Es E ROEs*

	CDI			
	3,0%	4,5%	6,0%	7,5%
P/E 2021E	15,9x	14,6x	13,5x	12,5x
ROE 2021E	16,2%	17,6%	19%	20,4%

Fonte: Sulamérica  
Elaboração: Athena Capital

Apesar das evoluções positivas, resultado bem diferente das expectativas e opcionalidades relevantes, o valuation de Sulamérica vem se tornando mais barato. Consideramos que todos os pilares da tese permanecem sólidos e a empresa segue forte candidata à consolidação do setor de saúde no país.



Imagem 17: valuation da empresa pré e pós-pandemia

	20/02/2020	30/12/2020	VARIAÇÃO
P/E 12m FWD	20,1x	15,9x	-20,7%
P/B 12m FWD	2,4x	2,0x	-18,3%

Fonte e elaboração: Athena Capital

## POR QUE OS PREÇOS DAS AÇÕES NÃO TÊM ACOMPANHADO?

Por mais que estejamos, em geral, positivamente surpresos com a qualidade dos resultados das empresas investidas, o desempenho das ações de algumas delas tem sido bem aquém do que esperaríamos dado os resultados operacionais e financeiros que elas têm mostrado. Quando os resultados são ruins e vão contra a tese de investimento, não temos dúvida quanto ao erro de julgamento, mas essa identificação vai se tornando mais difícil conforme eles vêm se apresentando melhores do que o esperado pelo mercado. Mesmo esse exercício não sendo uma ciência exata, é nosso dever sempre nos questionar sobre porque os ativos que escolhemos não têm se destacado em retorno, inclusive aceitando a possibilidade de estarmos errados, seja na dinâmica futura ou em como o negócio deveria ser precificado. O que torna mais difícil essa distinção são algumas características desse ano tão atípico.

**A primeira característica notável de 2020 foi atribuir um menor peso relativo ao valuation das empresas. Em um ambiente de juros baixos e valuations elevados, cases de growth se tornaram a preferência mundial.**

Em especial, cases que são vistos como grandes alocadores de capital foram os mais beneficiados por esse movimento. Embora investimentos com esse perfil tenham feito parte de nossa carteira, eles tiveram participação menor ao longo de 2020, porque **o valuation embutido em muitos desses casos implicava que tais companhias fizessem vários movimentos acertados de alocação de capital, pelos quais não sentíamos conforto de pagar tão a frente.**

O segundo ponto mais marcante do ano, em nossa visão, foi um mercado excessivamente temático, separado em dois grupos: as empresas julgadas como estruturalmente beneficiadas pela pandemia e as empresas estruturalmente prejudicadas. Discordamos dessa divisão em nossa carta anterior e mostramos nessa como os resultados de várias empresas, até o momento e de forma preliminar, negam pelo menos as versões mais radicais dessa tese. Essa visão temática gera um certo viés de confirmação, sendo frequente que os mesmos dados tenham interpretações distintas dependendo de em qual setor eles ocorrem.

**Por exemplo, se vendas de empresas mais voltadas ao comércio físico surpreendem, isso se deve Coronavoucher (até para empresas high-end!). Se vendas de empresas mais voltadas para o online surpreendem, é estrutural e nada tem a ver com o Coronavoucher, mesmo se parte relevante da melhora venha de classes sociais menos favorecidas.**

O ambiente em que se confere muito peso ao tema já seria desafiador para nosso perfil de investimento, que, inclusive, se pauta em controles de risco pensados especificamente para impedir carteiras temáticas. Somado ao pouco peso do *valuation*, isso se tornou ainda mais problemático, dado que não concordamos que seja possível prescindir de alguma métrica quantitativa mesmo ao analisar cases excelentes.

2020 certamente não foi um ano típico, o que torna difícil fazer uma avaliação muito enfática de o quanto esses fatores permanecerão na mesma direção ou terão alguma reversão. Quanto menos informações temos, mais difícil é separar o que foi um erro de análise do que é apenas o comportamento errático do mercado, o que tornava especialmente difícil fazer essa avaliação no início da pandemia. Conforme as empresas divulgam resultados, aos poucos tem se tornado mais fácil fazer essa distinção. Ao longo da carta já expomos o que acreditamos serem distorções temporárias, mas em vários outros casos precisamos acompanhar e obter mais dados.

**Reforçamos que isso faz parte de um esforço contínuo da empresa para aprimorar seu processo de gestão, que evolui, mas sem mudar sua essência. Como reforçado em outros pontos, ainda buscamos investimentos que não dependam da continuidade de tendências macro ou de premissas muito agressivas quanto ao futuro da empresa.**

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O que temos observado à medida que mais dados se tornam disponíveis é que, de maneira geral, as teses têm evoluído melhor do que projetávamos meses atrás. Isso tem acontecido inclusive com as empresas diretamente afetadas pela pandemia, que vêm conseguindo tomar espaço de concorrentes. **Também já é possível refutar as teses mais radicais quanto à mudança de comportamento que criticamos em momentos anteriores.**

No mercado, normalmente precisamos antecipar nossas escolhas antes das teses se mostrarem claras, dado que, quando isso começa a ocorrer, os preços já incorporam a diminuição da incerteza. Foi por essa razão que mantivemos posições em alguns setores prejudicados pelas restrições impostas pela pandemia, mesmo sabendo que levariam meses até ser possível confirmar que o impacto foi, de fato, menor que o precificado pelo mercado nas quedas iniciais. Imaginávamos que aqueles preços só seriam ofertados em um ambiente de completa incerteza, tamanha era sua atratividade. Hoje, com o benefício do tempo e a clareza da retrospectiva, podemos afirmar que nos antecipamos demais em relação ao mercado, que só agora começa a observar tais teses e realizar revisões positivas.

**Mas desde que os resultados continuem na direção de confirmar o que enxergamos de valor nesses ativos, ainda será possível obtermos o retorno pretendido, dado que os resultados têm vindo acima do que eram nossas estimativas conservadoras feitas meses atrás.**

Também reforçamos que junto com o acompanhamento dessas teses iniciadas meses atrás, gradualmente novos ativos têm entrado na carteira, inclusive empresas que abriram seu capital esse ano.