

Zoom Out



Relatório de Gestão

JAN 2023

2022 em Números	3
Zoom Out & Zoom In	5
Turbulento pela própria natureza	8
Constellation Software	10
Equatorial Energia	13
Thermo Fisher	15
Itaú / Itaúsa	20
Aleatórias	21

2022 em Números

As cotas dos fundos da IP tiveram variações negativas importantes no ano de 2022, após mais de uma década de altas anuais. Por mais que nunca tenhamos mirado retornos em anos calendários – e sim retornos atraentes em prazos maiores (IP Participações: 5 anos, IP Value Hedge: 3 anos) – anos negativos não são desejados por nenhum gestor.

	IP Participações	Ibovespa	S&P500 TR		IP Value Hedge	Ibovespa
2022	-25,0%	4,7%	-18,1%	2022	-7,5%	12,4%
2021	8,4%	-11,9%	28,7%	2021	8,0%	4,4%
2020	28,7%	2,9%	18,4%	2020	14,4%	2,8%
2019	31,5%	31,6%	31,5%	2019	17,0%	6,0%
2018	1,9%	15,0%	-4,4%	2018	6,0%	6,4%
2017	13,8%	26,9%	21,8%	2017	19,7%	10,0%
2016	22,0%	38,9%	12,0%	2016	14,4%	14,0%
2015	10,8%	-13,3%	1,4%	2015	12,3%	13,2%
2014	9,2%	-2,9%	13,7%	2014	11,6%	10,8%
2013	7,4%	-15,5%	32,4%	2013	14,6%	8,1%
2012	24,5%	7,4%	16,0%	2012	14,5%	8,4%
2011	2,8%	-18,1%	2,1%	2011	13,6%	11,6%
2010	23,0%	1,0%	15,1%	2010	15,5%	9,7%
2009	87,4%	82,7%	26,5%	2009	44,6%	9,9%
2008	-40,6%	-41,2%	-37,0%	2008	-5,8%	12,4%
	-	-	-	3 Anos	14,3%	20,6%
5 Anos	40%	44%	57%	5 Anos	42%	36%
10 Anos	153%	80%	227%	10 Anos	179%	131%
Desde 2008	344%	72%	255%	Desde 2008	470%	279%

Não só como gestores, mas também como investidores dos nossos próprios fundos, não estamos satisfeitos com os retornos recentes.

Olhando em retrospecto e fazendo uma análise autocrítica, claramente subestimamos o tamanho dos impactos que a maior inflação e os juros crescentes no mundo teriam sobre as empresas e os mercados. Apesar da nossa atenção redobrada por conta dos muitos excessos vistos nos mercados em 2021 e, mesmo nos utilizando de diversas estruturas de proteções, a aversão a risco foi mais generalizada e violenta do que antevimos.

Quem olha o retorno do S&P 500 em 2022 pode ter a impressão de que foi apenas um ano ruim. A contribuição dos diversos setores que constituem o S&P 500, porém, deixa clara a real magnitude das perdas e a força singular do setor de energia em 2022. Fenômeno análogo é visto no Ibovespa, com as empresas de commodities carregando o índice, enquanto outros setores registraram desvalorizações relevantes.

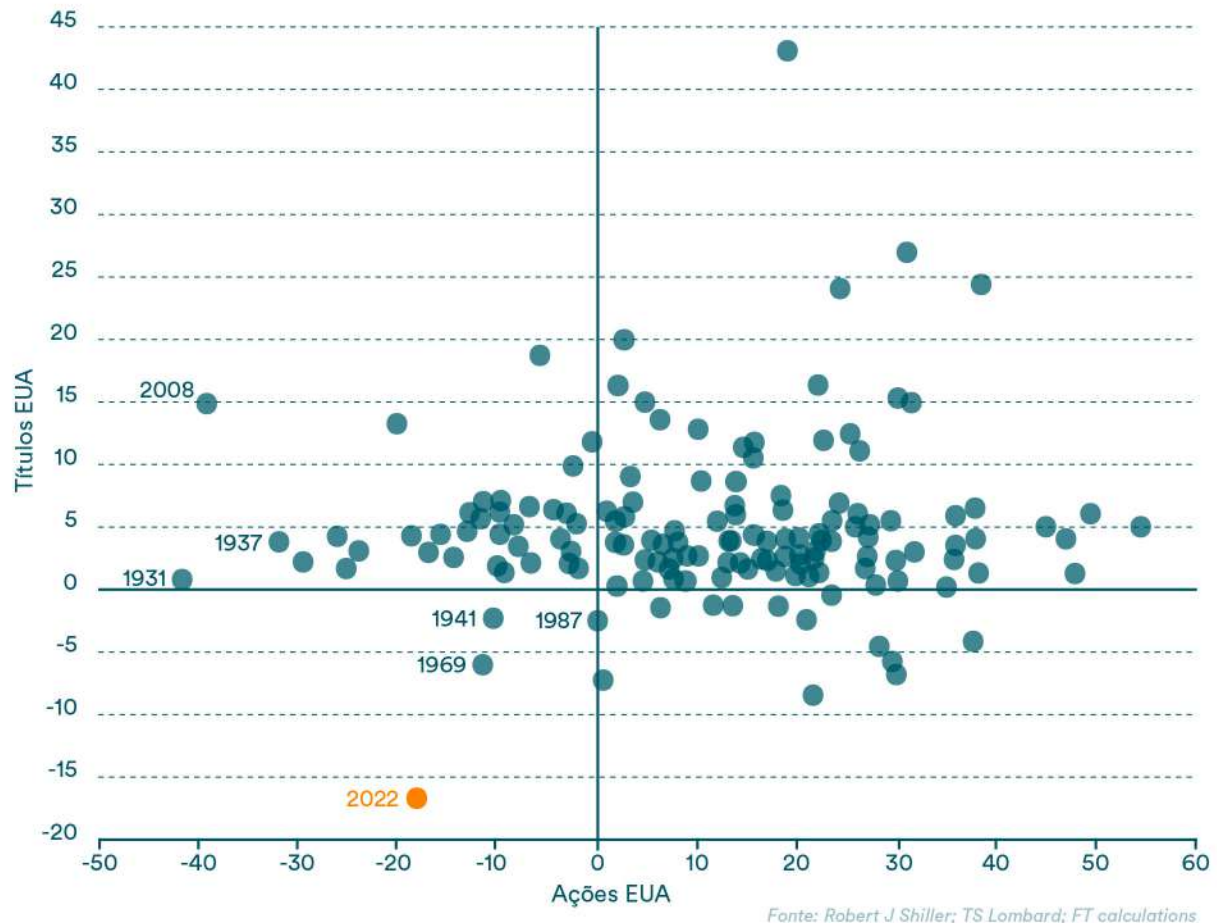
Performance dos setores do S&P 500 em 2022

Energia	+59%
Utilidades	-1%
Bens de consumo	-3%
Saúde	-4%
Industriais	-7%
Materiais	-14%
Bancos	-22%
Software & Serviços	-27%
Mercado Imobiliário	-28%
Consumidor Discricionário	-38%
Serviços de Comunicação	-40%

Fonte: Bloomberg

O gráfico abaixo ajuda a ilustrar o quão atípica foi a desvalorização dos ativos americanos em 2022, englobando simultaneamente os mercados acionário e de renda fixa:

Retorno nominal total em ações e títulos dos EUA, para cada ano de 1871 a 2022 (%)



Zoom Out & Zoom In

Hoje, investidores se perguntam: por quanto tempo os juros no Brasil ficarão tão altos? Quando o Fed mudará de postura? Teremos recessão? Será profunda? Quando as ações voltarão a subir?

Ao longo da história da IP, nos deparamos com perguntas análogas que são por vezes de fato pertinentes. Infelizmente, não é possível saber as respostas com precisão. Não ter respostas exatas, no entanto, não nos impediu de gerar bons retornos. Com o passar do tempo, a soberania da geração de caixa e do valor das empresas se impõe sobre as preocupações do momento.

Nossos fundos já atravessaram diversas crises. Não à toa, um dos lemas que nunca cansamos de repetir é: "para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar". Sabemos, entretanto, o quanto pode ser angustiante observar quedas nas cotas dos fundos, especialmente para investidores que não viveram os ciclos passados.

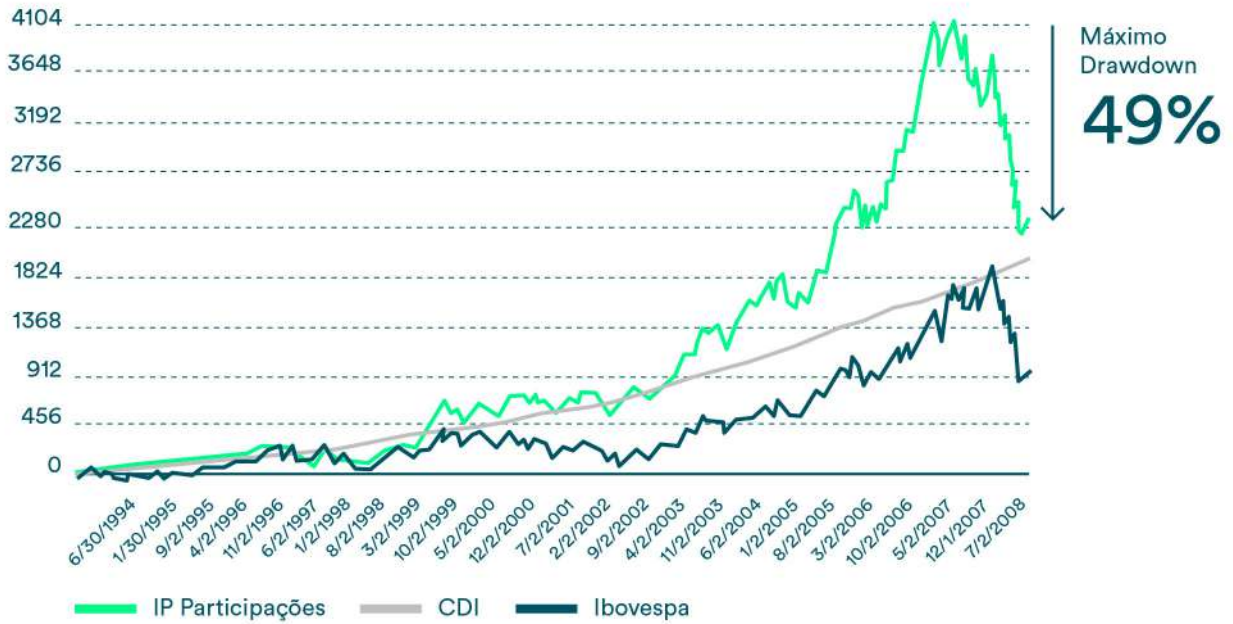
No gráfico abaixo, podemos ver a performance recente do IP Participações, assim como em outras crises, quando vimos as cotas sofrerem quedas importantes.

Performance IP Participações desde o Plano Real

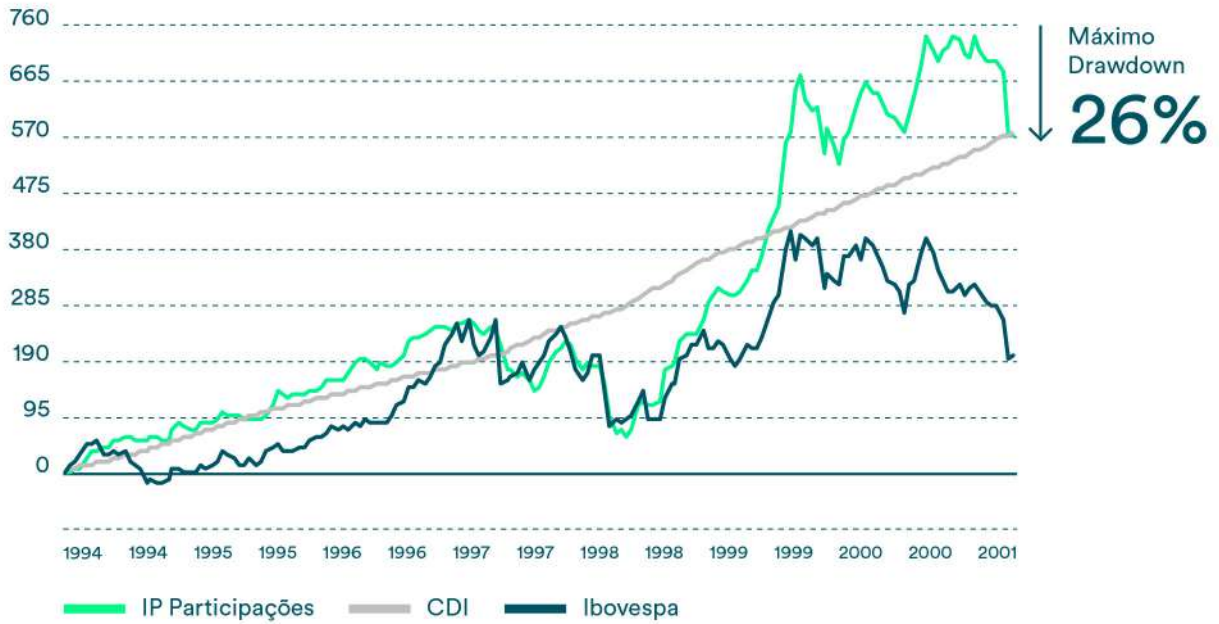


Por conta do fenômeno dos juros compostos, à primeira vista a crise atual pode parecer enorme quando comparada às quedas em crises passadas. Vejamos, então, como essas quedas se apresentavam para aqueles que as viveram:

Performance IP Participações desde o Plano Real até o Subprime



Performance IP Participações desde o Plano Real até as Torres Gêmeas



Performance IP Participações desde o Plano Real até a Crise Tigres Asiáticos + Rússia



Fica claro que as quedas foram tão ou mais importantes do que a recente e que isso não impediu a acumulação de um histórico atraente de investimento nos quase 30 anos do fundo. Vale destacar que, não só as grandes variações negativas das crises foram eventualmente recuperadas, como tornaram-se quase imperceptíveis com o passar do tempo. Outra observação é que, historicamente, os maiores retornos se dão justamente após grandes crises. *"It's not about market timing. It's about time in the market"*.

Turbulento pela própria natureza

O leitor talvez tenha reparado na capa deste relatório. Claramente a escada ruma para o alto, certo? Ou será que está em descida?

O ilusionismo da figura nos lembra a instável percepção dos investidores quanto aos rumos do Brasil. De tempos em tempos, investidores parecem ter certeza de que "é daqui pra baixo", e a desolação domina os preços dos mais variados ativos

brasileiros. Após alguns anos, os políticos ou a condução da economia mudam, as coisas se acalmam e os investidores parecem convictos de que “é daqui pra cima”.

Sempre desconfiamos de cenários extremos – muito otimistas ou catastróficos – para a economia e sociedade brasileiras. Nos anos 2018 e 2019, e também em 2021, convivemos com um bull market no mercado local que resultou em valuations descolados da realidade do nosso país – e que contribuíram para a ressaca que temos presenciado. Como consequência, durante os últimos anos, o percentual dos nossos fundos investido no Brasil foi mantido em níveis baixos.

Na IP, nunca deixamos e nem deixaremos de acompanhar as companhias brasileiras que admiramos. Porém, para investirmos, os preços têm que ser realmente convidativos. Há que se ter uma bela margem de segurança para compensar a propensão a turbulências que acompanha a história do nosso país.

Já tivemos nove moedas, inflação de 81% em um mês¹, congelamentos de preços, “fiscais do Sarney”², confisco de contas bancárias e de poupança, desvalorizações súbitas do câmbio e flertamos frequentemente com o descontrole fiscal. Nos últimos 20 anos, vivemos o mensalão, o petrolão e a pior recessão da nossa história. Num espaço de 30 anos, dois presidentes sofreram impeachment. O atual, foi preso por acusações de corrupção, solto por intervenção do Supremo Tribunal Federal e eleito no espaço de poucos anos.

Períodos de calmaria não são o padrão, mas sim a exceção no Brasil. Mesmo assim, o histórico da IP mostra que é possível obter retornos atraentes investindo em ações por aqui. Basta ter o devido cuidado, seletividade e demandar preços realmente atraentes.

Acreditamos que, agora, finalmente, estamos sendo bem recompensados para correr o risco Brasil. A conjunção recente de fatores como (i) o aumento da taxa de juros, (ii) resgates relevantes ao longo do ano de 2022 na indústria local de fundos, (iii) o peso da queda nos mercados desenvolvidos, e (iv) a turbulência política de sempre, resultaram em um expressivo *sell-off* nos últimos 12 meses que está criando oportunidades, mesmo em companhias de excelente qualidade – que normalmente não negociam a preços tão descontados. Hoje, há gordura para enfrentar os ventos contrários comuns ao país. Por isso, temos aumentado nossos investimentos no

¹ Março de 1990

² Vale assistir ao pronunciamento do então presidente José Sarney sobre o programa, convocando os brasileiros a fiscalizar comerciantes para ajudar a conter a inflação: <https://www.youtube.com/watch?v=Kl-CyEy65V0>

mercado brasileiro.

No mercado americano, após uma das mais rápidas altas de juros na história, vemos também um ambiente propício. O ano de 2023 começa com o mercado prevendo que os juros do Fed atinjam a casa dos 5% e com ampla expectativa de uma recessão. Bem diferente da confiança e euforia ainda presentes ao final de 2021 – algo que temos aproveitado com disciplina.

Se o passado pode servir como referência, ter os dois principais mercados acionários onde atuamos estressados sugere bons indícios para os retornos futuros.

Abaixo, citamos quatro negócios que hoje fazem parte dos fundos: Constellation Software, Equatorial Energia, Thermo Fisher e Itaú/Itaúsa.



Constellation Software

Constellation Software é uma companhia canadense com atuação global que acompanhamos com entusiasmo desde 2018 por ser uma das maiores histórias de geração de valor e acumulação de capital que conhecemos. Como seu nome sugere, a companhia é um conglomerado detentor de centenas de softwares para verticais

específicas de mercado (do inglês "Vertical Market Software"). São mais de 750 tipos de software, resultado de um longo processo de aquisições de empresas realizado desde a sua fundação, em 1995. Na sua grande maioria, os softwares adquiridos são de nicho, possuem mercados endereçáveis pequenos e maduros, com taxas de crescimento modestas, receitas recorrentes – ao redor de 70% – e fluxos de caixa altamente previsíveis.

Os ramos de atuação são os mais variados. Softwares para escolas, hotéis, academias, hospitais, escritórios de advocacia, incorporadoras, varejistas, seguradoras, firmas de contabilidade, emissoras de TV e rádio, concessionárias de carros, empresas de mineração, de geologia, de utilidade pública, etc. Os exemplos não param por aí. A companhia detém também softwares para controle de tráfego e semáforo, para empresas de transporte público, assim como produtos altamente específicos, como softwares de gestão para cartórios, planetários, bibliotecas, galerias de arte e museus.

A empresa foi idealizada e fundada pelo atual CEO, Mark Leonard. Mark enxergava no segmento de software vertical uma oportunidade frutífera para alocar capital e adquirir companhias. Os negócios são altamente lucrativos, a base de clientes é pulverizada e suas receitas representam uma fração das despesas totais dos clientes. Além disso, por serem companhias-alvo pequenas em negócios sem "sex appeal", passavam longe da competição de firmas de venture capital e private equity. Além dessa cartilha, Mark e seu time de executivos seguiram outras duas receitas de bolo: (i) eram extremamente disciplinados com o preço pago nas aquisições e, portanto, com o retorno esperado do investimento, e (ii) mantinham a companhia adquirida gerida de forma independente, funcionando apenas com controles gerenciais impostos pela holding. Ao longo do tempo, a Constellation Software ajudava os executivos destas empresas a adotarem um conjunto de boas práticas operacionais, fruto de anos de conhecimento acumulado em negócios de software vertical.

Ao manter e respeitar o legado das empresas adquiridas, a Constellation Software também criou uma boa reputação no mercado. Quando havia uma concorrência para a venda de uma determinada companhia de software, tornou-se comum os donos escolherem a Constellation Software como comprador, mesmo que o preço ofertado pelo negócio fosse um pouco abaixo das outras ofertas.

Mark também era um estudioso de conglomerados. Gostava de estudar as origens de sucesso de vários conglomerados americanos como Transdigm, Danaher, Illinois Tool Works, entre outros. Percebia que essas companhias possuíam estruturas de holding enxutas e modelos de gestão bastante descentralizados, com autonomia entre as unidades de negócio e uma certa liberdade empreendedora, respeitando ao mesmo tempo os sistemas de controle da empresa mãe. Moldou a Constellation Software com esse formato, dividindo a companhia em seis unidades de negócio. Debaixo delas, há outras unidades de negócio, até atingir a camada das empresas de software. Mark dizia que havia mini-Constellations sendo formadas debaixo da Constellation Software.

Toda essa estratégia resultou num desempenho espetacular desde então. O que foi um investimento inicial de US\$ 15 milhões em 1995 tornou-se hoje numa companhia com mais de US\$ 6 bilhões em receitas. O crescimento em sua absoluta maioria veio do reinvestimento do fluxo de caixa, ou seja, praticamente sem emissões de novas ações ou dívidas. Desde o IPO, em 2006, as ações da Constellation Software se valorizaram 35% ao ano, acompanhando o ritmo de crescimento do negócio. Nos últimos 5 anos, as ações da companhia subiram 25% ao ano³.

Na contramão da desaceleração econômica, o ano de 2022 foi um período de oportunidades para a companhia. Com o custo de capital subindo mundo afora, tem sido mais fácil para a Constellation executar sua estratégia de aquisições, encontrando mais ativos disponíveis com preços atraentes. Nos últimos anos, a empresa vinha gerando mais caixa do que sua capacidade de encontrar alvos de aquisição. Em 2022, a situação se inverteu: investiu mais do que o seu fluxo de caixa livre. O crescimento do valor do negócio segue robusto e nos surpreendendo desde então.

As ações da Constellation fecharam em 2022 no mesmo patamar do final de 2021, mas oscilaram bastante durante o ano, o que gerou oportunidades de compra.



Equatorial Energia

Equatorial Energia é um investimento que fez parte dos fundos em diversos momentos nos últimos 6 anos. Originalmente especialista em turnarounds de companhias de distribuição de energia elétrica (cerca de 2/3 do valor atual do grupo), a Equatorial vem diversificando com sucesso suas atividades desde o final de 2016, entrando em negócios de transmissão, geração e saneamento. A maior parte dos negócios do grupo são monopólios regulados sem competição, de forma que o resultado depende majoritariamente do cumprimento das regras determinadas pelo governo e da eficiência operacional que a empresa consegue gerar dentro destas regras.

No último ano, a ação atingiu patamares de valuation que ainda não havíamos visto. Aos preços em torno de R\$22 por ação, atingidos primeiramente em janeiro e novamente em julho, a taxa interna de retorno implícita do investimento até o término das concessões excedia IPCA+10% ao ano com premissas que julgávamos conservadoras. Pela natureza regulada (portanto relativamente previsível) da operação, essa taxa geralmente é comparada aos títulos do governo de duração comparável, que nessas ocasiões negociavam em torno de IPCA+5,5% ao ano. Este spread de 5 p.p. pelo risco Equatorial foi o maior que já vimos – historicamente, negociou em torno de 3 p.p. O maior retorno implícito sem que houvesse uma

contrapartida de magnitude semelhante no risco do negócio nos indicava uma oportunidade. Aproveitamos para montar uma posição relevante nos fundos, que foi uma das principais contribuições positivas no ano.

O retorno foi obtido tanto pelo ponto de entrada oportuno quanto pela continuidade da boa execução da empresa. Além das operações bem geridas, uma das principais alavancas de geração de valor da Equatorial é a alocação de capital – cujo histórico é excepcional. Calculamos que a empresa tenha gerado ao menos 6% ao ano de retorno adicional para seus acionistas via leilões e aquisições nos últimos 6 anos. 2022 não foi diferente: em setembro, a empresa anunciou a aquisição da distribuidora de energia de Goiás em condições favoráveis, gerando quase 10% de valor para a ação nas estimativas do mercado. Olhando à frente, temos boas razões para acreditar que essa história virtuosa de alocação de capital prossiga, com mais distribuidoras de energia potencialmente vindo a mercado neste ano e com saneamento e renováveis abrindo novas avenidas de alocação.

A tese – como qualquer outra – não é livre de riscos. A mudança de governo e as condições macroeconômicas mais frágeis geram incertezas. Acreditamos que o setor tenha histórico e jurisprudência respeitáveis quanto à validade das regras determinadas, mas não podemos descartar a hipótese de uma regulação mais dura impactar materialmente a rentabilidade dos negócios. O risco mais amplamente discutido é quanto à renovação dos contratos de concessão, cujas condições seguem legalmente em aberto. Outro risco seria a qualidade da execução nos ativos que a Equatorial adquiriu nos últimos anos, que ainda precisam entregar os resultados mas cujos frutos já são amplamente esperados pelo mercado.

Por essas razões, a equação de risco/retorno ficou menos atrativa nos preços e condições atuais. Mesmo assim, acreditamos que a Equatorial deverá ser um dos melhores ativos para investir para o longo prazo no Brasil.



Thermo Fisher

Na corrida do ouro da biotecnologia, a Thermo Fisher desempenha um papel vital nos bastidores como uma das maiores fornecedoras de produtos e serviços para a indústria. Fomos acionistas da companhia no passado e montamos novamente uma posição em meados de 2021, quando começamos a observar no negócio impactos estruturais positivos gerados pelo Covid. Hoje é uma posição de tamanho médio no IP Participações.

Acompanhamos o mercado farmacêutico – com ênfase nos fornecedores de equipamentos, insumos e serviços – por mais de 10 anos e julgamos que a Thermo Fisher vem construindo uma posição extremamente vantajosa no setor. Ela é dona hoje de um dos portfólios mais abrangentes, com uma escala global sem precedentes e uma elevada reputação. Como já ouvimos de alguns de seus clientes, é difícil fazer parte desse mercado sem fazer nenhum negócio com a Thermo Fisher. Gostamos da combinação de crescimento e resiliência do negócio. Durante a última grande crise, por exemplo, a Thermo Fisher viu as suas receitas caírem apenas durante um ano, quando em 2009 o seu crescimento orgânico foi negativo em 3%. Naquela época, a empresa tinha um mix pior que o atual, com menos receita recorrente e uma menor exposição ao setor farmacêutico (cerca de 25% vs. 60% atualmente).

Nos anos que seguiram até 2019, o segmento da companhia que serve as farmacêuticas cresceu organicamente a um ritmo próximo de 10% aa. Em 2020, esse crescimento acelerou substancialmente por conta do importante papel que a Thermo Fisher desempenhou nas vendas de insumos e serviços para a fabricação de vacinas contra Covid e exames de PCR⁴. Apesar de boa parte dessa demanda adicional ser temporária, tamanha catástrofe mundial acabou por viabilizar negócios com caráter estrutural para o setor.

Um exemplo disso é o advento de tecnologias como o mRNA – já conhecido no passado mas que teve sua eficácia comprovada pela primeira vez durante a pandemia. Empresas como Moderna e Pfizer obtiveram um lucro excepcional com a venda das suas vacinas, o qual usaram para reinvestir no mRNA com o intuito de combater diversas outras doenças. O *pipeline* da Moderna possui hoje vacinas que endereçam desde gripes comuns até alguns tipos de câncer. Ambas Pfizer e Moderna são clientes da PPD, segmento da Thermo Fisher responsável por realizar estudos clínicos, e também do segmento de fabricação terceirizada de vacinas e medicamentos.

Não foi apenas o sucesso de uma ou outra tecnologia que trouxe mais investimentos para o setor. A experiência recente de juros baixíssimos, aliada a uma maior conscientização quanto à saúde de maneira geral – consequência do Covid –, permitiu uma captação financeira (IPOs, follow-ons e investimentos de venture capital e private equity) recorde para as companhias farmacêuticas dos mais variados tamanhos. Hoje elas se encontram, na média, com uma posição de caixa substancialmente maior que no período pré-pandemia. Considerando que o desenvolvimento de um novo medicamento pode demorar até 10 anos, com cada etapa levando entre 1-3 anos, a Thermo Fisher, como um bom pedágio, deverá coletar a sua parcela desses investimentos.

MAIS VENTOS POSITIVOS: INOVAÇÃO EM ONCOLOGIA

"I knew that I was also observing the birth of a kind of medicine in which cells were being repurposed as tools to fight illness – cellular engineering. But it was also the replay of a centuries-old story. We are built out of cellular units. Our vulnerabilities are built out of the vulnerabilities of cells. Our capacity to engineer or manipulate cells has become the basis of a new kind of medicine – albeit a kind of medicine that is still in midbirth."

Passagem do Livro *The Song of the Cell*, de Siddhartha Mukherjee

No seu livro "The Song of The Cell", o renomado oncologista e escritor Siddhartha Mukherjee conta a história de Emily Whitehead, uma menina de sete anos que travava uma batalha contra uma forma agressiva de leucemia. Em 2012, depois de quase dois anos de tratamento quimioterápico sem sucesso, os pais e médicos da criança a inscreveram em um estudo clínico de um novo tipo de imunoterapia chamado CAR-T. Nele, algumas células do sistema imune de Emily seriam extraídas e manipuladas em laboratório, via terapia genética, para que, quando fossem recolocadas na paciente, pudessem reconhecer e matar a sua doença. Após alguns dias de tratamento, com perspectivas anteriores quase nulas, o câncer de Emily estava em remissão.

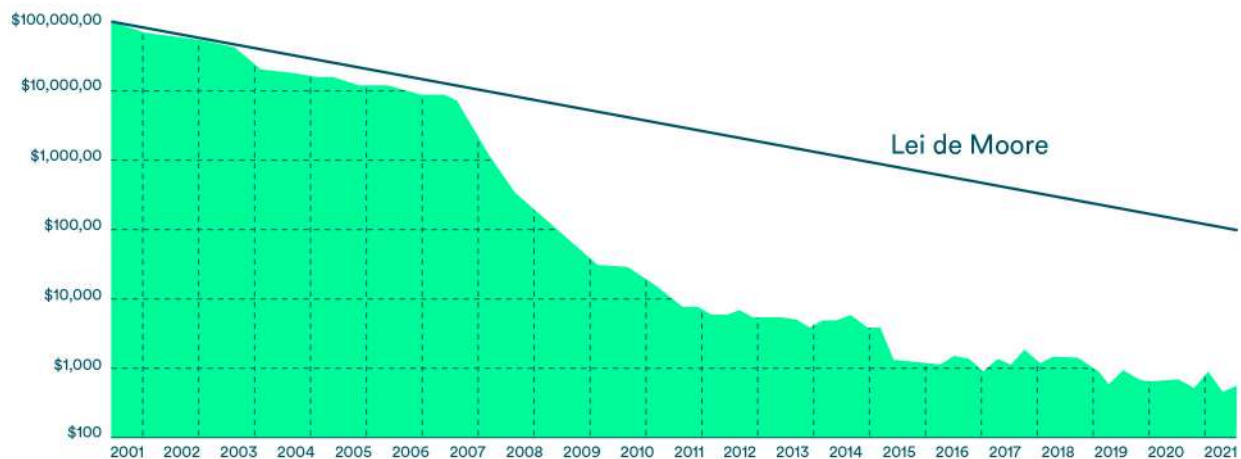
Também pertencente à classe dos medicamentos biológicos – como o CAR-T responsável por salvar a vida de Emily Whitehead – são os anticorpos monoclonais. Produzidos majoritariamente a partir de células de mamíferos, com o intuito de imitar anticorpos humanos, esses medicamentos também buscam curar doenças de uma maneira mais eficaz e já são utilizados não só em oncologia, mas também em outra gama de doenças como artrite e hipercolesterolemia ("colesterol alto"). Anticorpos monoclonais já viraram referência em algumas aplicações e representam hoje um mercado de cerca de US\$ 200 bilhões com pouco mais de 100 produtos aprovados pelo FDA⁵. Em 2021 apenas, 13 novos anticorpos foram aprovados para uso – um mercado em clara ascensão.

A habilidade de manipular a biologia celular para criar medicamentos inovadores é algo relativamente novo. Até pouco tempo atrás, uma das barreiras para entendermos melhor as diferentes mutações genéticas que afetam indivíduos com câncer, por exemplo, eram os custos para sequenciar um genoma. Com a

introdução de novas tecnologias, a indústria conseguiu reduzir esse custo de uma maneira impressionante, como mostra o gráfico abaixo. Hoje, para sequenciar um genoma humano gasta-se cerca de US\$ 600 – valor ainda alto. O aumento recente da competição nesse nicho vem fazendo com que diferentes empresas anunciem novas tecnologias de sequenciamento para achatar novamente essa curva – dessa vez para mais próximo de US\$ 200 por genoma. Preços mais acessíveis são um grande estímulo para mais investimentos em pesquisa, além de ampliar o uso do sequenciamento como ferramenta de diagnóstico⁶ de doenças.

Custo por Genoma Humano

Fonte: National Human Genome Research Association (genome.gov/sequencingcosts)



Como podemos ver na figura abaixo retirado de uma apresentação recente da Danaher⁷ – outra empresa líder no fornecimento de equipamentos e insumos para a indústria farmacêutica – os medicamentos biológicos representam ainda pouco mais de 20% do gasto global com drogas. São responsáveis, porém, pela maior parte do *pipeline* de desenvolvimento: 60% hoje vs. apenas 20% em 2002. O processo de produção de biológicos, como os anticorpos monoclonais, usa equipamentos e insumos vendidos por poucas empresas – entre elas a Danaher e a Thermo Fisher. Ambas possuem, ainda, uma baixa sobreposição de produtos, dado que a Thermo Fisher é líder no *upstream*, a primeira etapa do processo produtivo onde as células são cultivadas, enquanto a Danaher é líder no *downstream*, etapa de filtragem do medicamento no processo produtivo. É um mercado com características de oligopólio e altas barreiras de entrada.

⁶ Uma das aplicações do sequenciamento em diagnóstico é a Liquid Biopsy. Nosso sangue possui diversas moléculas de DNA soltas, advindas de células que morrem, seguindo o seu ciclo natural, explodem e liberam DNA na corrente sanguínea: são os cfDNA, ou Cell Free DNA. Em pacientes com câncer, os tumores secretam células cancerígenas na corrente sanguínea que acabam por também liberar cfDNA. O que a Liquid Biopsy faz é, por meio de uma coleta de sangue, procurar por esses fragmentos, sequenciar a amostra e, a partir do resultado do sequenciamento, decidir se existe a presença de células cancerígenas no organismo (e se sim, qual é o tipo de câncer).

⁷ Escrevemos sobre Danaher no Relatório de Gestão do 4º trimestre de 2017.

Link: https://ip-capitalpartners.com/wp-content/uploads/2021/03/2017_04Tri_RG_Participacoes_ValueHedge.pdf

A Evolução das Terapias Biológicas

Passando do gerenciamento e tratamento para a cura de doenças



Por fim, após dois anos de robusto crescimento de receitas – próximo de 15% a.a. –, existe risco de desaceleração, principalmente com o cenário macroeconômico mais difícil. Acreditamos, no entanto, que os ventos estruturais dos últimos anos, aliados à resiliência da indústria que a Thermo Fisher atua, devem ajudar não só a atravessar dificuldades, como também a impulsionar o crescimento orgânico de longo prazo a um ritmo substancialmente acima do histórico pré-pandêmico.



Itaú / Itaúsa

Itaú foi um investimento bem-sucedido por mais de 15 anos nos fundos da IP. Em 2018, encerramos a posição preocupados com o futuro do negócio do ponto de vista competitivo. Eram múltiplos ataques surgindo em diversas frentes do negócio: aquisição, cartões, investimentos, conta corrente para pessoa física, entre outros. Tínhamos também a impressão de que o banco e seus pares estavam desatentos em muitas dessas zonas de ataque escolhidas pelos novos entrantes (Nu, Inter, C6, XP, BTG, PagSeguro, Stone, Mercado Pago, etc).

Em cartões, particularmente, segmento onde o Itaú é líder de mercado, o ambiente era propício. Os incumbentes dominavam o mercado com uma proposta de valor defasada. A experiência do usuário era ruim, os benefícios do cartão eram baixos e as tarifas de anuidade eram a norma. Aproveitando este panorama, o Nubank em pouco tempo se tornou o terceiro maior player do segmento em volume de transações, e o quinto considerando o tamanho da sua carteira de crédito.

Em um novo paradigma de competição mais intenso, fomos percebendo aos poucos uma postura diferente do Itaú, não só na área de cartões mas em diversos nichos de atuação do banco. A pressão competitiva acabou sendo uma mola propulsora para a companhia acelerar a modernização de seus serviços e aumentar o foco no

cliente. Gradativamente, os resultados apareceram. Entre 2019 e 2021, víamos o Itaú cedendo participação de mercado em diversas linhas de negócio. No ano passado, este cenário melhorou. O banco conseguiu segurar avanços competitivos e passou a atacar e incomodar mais. Em 2022, foi o banco que mais adicionou clientes entre os incumbentes. Em investimentos, vem aumentando o leque de soluções e oferecendo produtos cada vez mais atraentes. Na área de atacado, em 2022, realizou mais emissões de renda fixa do que BTG e XP somados. O que mais temos ouvido dos competidores é que não está fácil competir com o Itaú atualmente.

Recentemente, nos chamou atenção como os resultados do Itaú têm sido superiores aos dos seus grandes concorrentes privados – em inúmeras métricas. É uma disparidade que não se via com frequência no passado. Sinal de que o banco está no caminho certo e que melhorou seus resultados não apenas pela melhor conjuntura imposta pelo aumento de juros, que tornou a vida das fintechs mais difícil.

Com perspectivas mais promissoras, provenientes de uma gestão com demonstrada capacidade de adaptação, decidimos voltar a ser acionistas – com o benefício adicional de encontrar um valuation mais atraente do que quando vendemos em 2018.

ALEATÓRIAS

"We've long felt that the only value of stock forecasters is to make fortune tellers look good. Even now, Charlie and I continue to believe that short-term market forecasts are poison and should be kept locked up in a safe place, away from children and also from grown-ups who behave in the market like children."

– Warren Buffett

“A economia não deixa a gente sossegado. Em vez de ter uma economia e uma política como a dos países modernos, que continuam ao longo do tempo, aqui não, elas mudam. Entra um novo presidente, muda todo mundo. E quem paga o pato é o país e todos os cidadãos, infelizmente. Precisaria ter um pouco mais de sequência nas políticas pelos governos que vêm. Os problemas do país são os mesmos, então não se pode mudar tudo. Isso é péssimo e custa caro.”

– Elie Horn em entrevista ao Estadão

“Não sabemos como vai se posicionar o novo governo. Se for pró-negócios, vai dar certo. Se for contra, vai dar problema. Mas estamos aqui há 60 anos. Já vimos altos e baixos, estamos acostumados a apanhar. Faz parte do negócio, não tem como evitar.”

– Elie Horn em entrevista ao Estadão

We really need VCs to step up to the plate and start subsidizing our lives again.

\$52 to DoorDash a pizza?

\$105 Uber rides to the airport?

\$800 for a WeWork desk?

\$350 Airbnb cleaning fees?

SoftBank needs to step in and cut those costs by 85% again.

– @ChrisJBakke, no Twitter

“An investment only becomes a lesson if we diligently track its post-acquisition performance and take the time to analyze the outcome while the investment is still fresh in everyone’s mind. We have a process for this that we call a post-acquisition review, or “PAR”. We try to schedule the PAR’s about a year after the initial investment. (...) I think all processes should be periodically re-examined for their cost and benefit. An ad-hoc analysis done to understand a problem or opportunity is more likely to

translate into action than a quarterly report that gets generated because “we’ve always done it that way”. The former requires curiosity and intelligence, the latter bureaucracy and compliance.”

– Mark Leonard, fundador e presidente da Constellation Software

“As we teach more people at Constellation Software how to deploy capital, we lean on the accumulated data from our historical acquisitions to help maintain investment discipline. We have base rates for a variety of key operating metrics. Whether it is a neophyte investment champion arguing that a particular acquisition is “special”, or a senior executive being tempted by a large acquisition, we have enough data to make the discussion rational, not emotional. We all know whether the key assumptions are being pushed to the 55th or 95th percentiles of our historical distributions.”

– Mark Leonard, fundador e presidente da Constellation Software

“I hate talking about pricing power because it has the implication that you sell the same thing for a higher price next year than you sold last year. Nearly always, and this is almost without exception, the product we sell next year will not be the product we sold last year. We will improve that product. We will add features and function. It will be bigger and better and more tailored and have more refined support systems, have more knowledge and experience built into the product than ever existed previously.”

– Mark Leonard, fundador e presidente da Constellation Software

“I believe that we are entering the golden age for biology. The incredible life science discoveries and advancements that are happening today bodes so well for the future. And we are the enabling company to make that a reality, and that’s why we’re so excited about not only the market

growth but our growth going forward."

– Marc Casper, CEO da Thermo Fisher

"The philosophy that I have, right, which is, especially on M&A, it's about characterizing risk. It's because there are many things you can do. There's nothing you have to do. We spend all of our time actually understanding what can go wrong with an acquisition and work our way through it. And until we get comfortable that a downside case is good for our shareholders, we don't pursue it, right?"

– Marc Casper, CEO da Thermo Fisher

ip-capitalpartners.com

Rua Dias Ferreira 190 - 702. Leblon

Rio de Janeiro, RJ - Brasil

CEP 22431.050



Disclaimer

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela IP Capital Partners. Não constitui e nem deve ser interpretado como sendo solicitação de compra ou venda, oferta, análise ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias. Não deve ser considerado como oferta de venda de qualquer título ou valor mobiliário. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os indicadores econômicos apresentados nos gráficos de performance são mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. O investimento em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e, se houver, o regulamento antes de investir. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos geridos pela IP Capital Partners estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior, conforme descrito em seus respectivos regulamentos.