



CARTA MENSAL

NOVEMBRO 2022

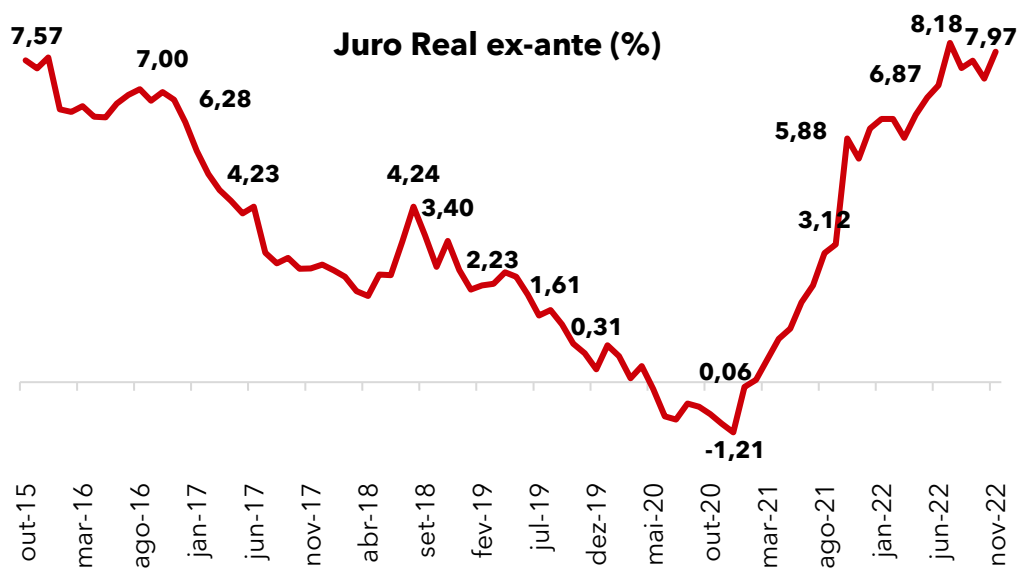
Novembro/2022 - Política fiscal versus política monetária

O mês de novembro foi marcado por um comportamento completamente antagônico entre o mercado externo e local. No exterior, houve uma nova rodada de alívio dos investidores com a queda mensal da inflação nos EUA, gerando um discurso mais brando de Jerome Powell (Presidente do FED) em relação à redução do ritmo de elevação de juros. No Brasil, ao contrário, observou-se um grande pessimismo com os primeiros passos do Governo Lula, marcadamente no campo fiscal. Com isso, os ativos brasileiros se desvalorizaram no mês, com tensão especial ao mercado de juros.

A proposta de uma PEC que retira R\$ 198 bilhões do teto de gastos durante quatro anos caiu como uma bomba, sobretudo pela perspectiva de potencial deterioração da relação Dívida Bruta/PIB, que foi reduzida durante o Governo Bolsonaro. O mercado até aceitaria se esse gasto extra-teto fosse implantado apenas para 2023, enquanto a nova equipe econômica tivesse condições de ajustar o novo orçamento de 2024.

Mas como compatibilizar política monetária contracionista versus política fiscal expansionista? Recordando, o Banco Central começou em março de 2021 um processo de elevação da taxa SELIC, que chegou aos atuais 13,75% ao ano. Tal movimento ajudou a empurrar a taxa de juros real brasileira (medida pelo swap de 1 ano versus inflação projetada de 12 meses do Boletim FOCUS) para a casa de 8% ao ano.

Figura 1 - Taxa de juros real projetada para 12 meses



Fonte: BCB e B3, elaborado pela Meta Asset

Algumas declarações de Roberto Campos Neto sinalizaram que, se houver uma piora fiscal, o COPOM pode reagir. Lembrando que o Banco Central é, por lei, independente no Brasil. Imaginem uma situação em que o BC sobe juros por conta de uma pressão de demanda vinda de gastos governamentais? Paul Volcker, na década de 80, elevou para acima de 20% o FED fund rate para combater a inflação oriunda da expansão fiscal norte-americana + o choque do petróleo. **No Brasil, certamente, tal movimento ensejaria grande crise política. O mercado, no auge da tensão de novembro, chegou a precificar a taxa SELIC subindo para 15% a.a. ao longo de 2023.**

A proposta do Governo de remover R\$ 198 bilhões do teto de gastos assustou o mercado. Alguns pontos, no entanto, passaram despercebidos:

Figura 2 - Despesas extra-teto propostas pelo governo e outras promessas de campanha:

Medidas extra-teto - Promessas de campanha	Valor R\$ bi
Auxílio Brasil de R\$ 600	158
R\$ 150 para famílias com filhos menores de 6 anos	18
Excesso de arrecadação para investimentos	22
Subtotal:	198 (2,3% do PIB)
Outras falas do PT durante a campanha	Valor R\$ bi
Programa Aceleração do Crescimento (PAC)	50
Merenda escolar e farmácia popular	15
Elevação de salários de servidores	17
Subida real de 1,3% do mínimo	6
Não retorno do PIS Cofins sobre os combustíveis	50
Correção da tabela do IR isentando R\$ 5 mil	30
Piso Nacional de Enfermagem	17
Recomposição do ICMS dos estados	20
Pagamento dos precatórios postergados	55
Subtotal:	260 (3% do PIB)
TOTAL:	458 (5,3% do PIB)

Fonte: Meta Asset

a - Além dos 2,3% do PIB de despesas propostas para fora do teto (R\$ 198 bilhões), se formos considerar todas as promessas de campanha, chegaríamos a mais 3% do PIB, totalizando 5,3% do PIB. Se tudo isso for implementado significaria, na prática, o fim do teto de gastos.

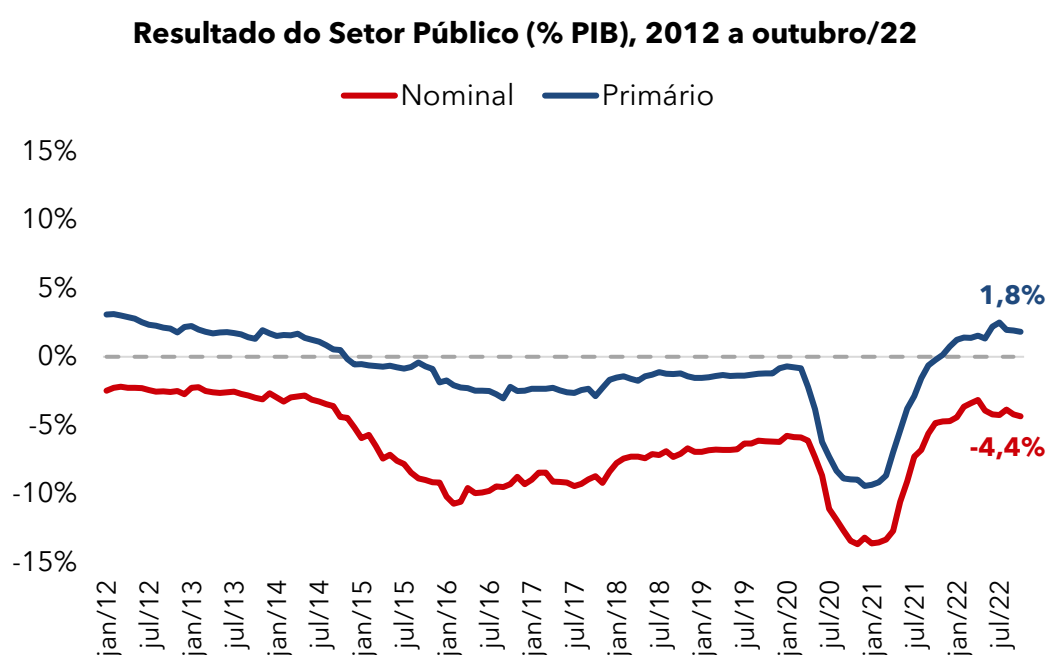
b - Se o objetivo fosse garantir a Bolsa Família de R\$ 600 + R\$ 150 para cada filho de 6 anos, seriam necessários somente R\$ 71 bilhões extra-teto. Isso porque R\$ 105 bilhões (para uma Bolsa-Família de R\$ 405) já estavam previstos no orçamento. Portanto, quando R\$ 176

bilhões ficam fora do teto, na verdade isso libera mais R\$ 105 bilhões para se gastar no orçamento

c - Fica uma pergunta para o futuro: Se no ano que vem, o Governo Lula resolver elevar o agora Bolsa-Família para, por exemplo, R\$ 1.000/mês, esse valor também vai ficar extra-teto? Não seria um cheque em branco para gastar?

Mas como mensurar o tamanho do problema? A próxima figura mostra o superávit primário/nominal brasileiro, que devem fechar, respectivamente, ao redor de 2% e 4% do PIB em 2022.

Figura 3 - Superávit primário e nominal brasileiro



Fonte: BCB, elaborado pela Meta Asset

Muitos alegam que a expansão da PEC de gastos extra-teto (2,3% do PIB) não traria problemas, por conta do atual superávit primário (1,9% do PIB). Tal premissa é altamente questionável por alguns motivos:

a - Os 2% de superávit primário foram puxados por uma receita de impostos muito alta, por conta da inflação elevada e crescimento econômico que não vão se repetir em 2023.

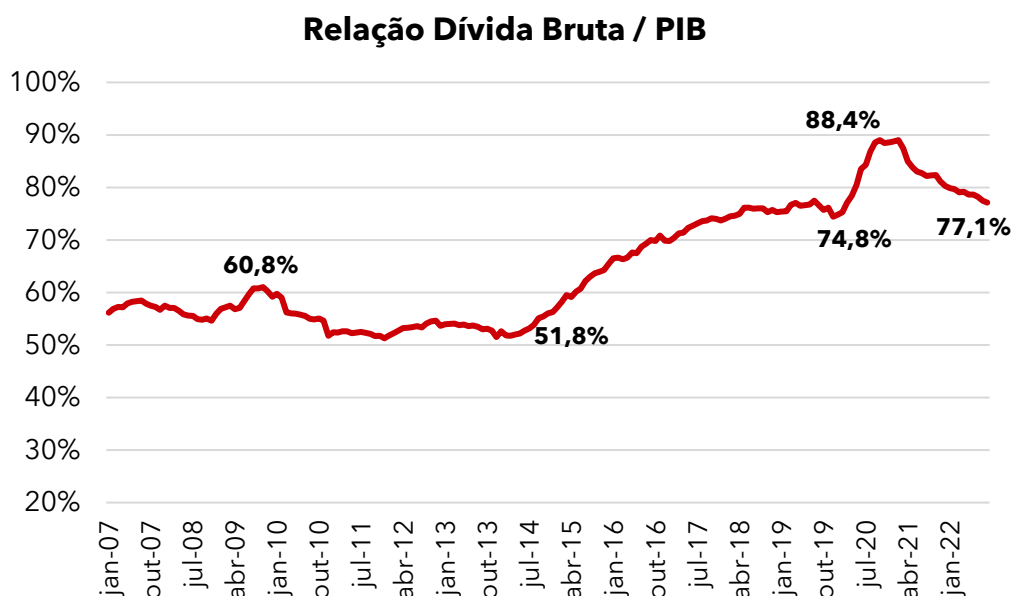
b - A maior parte do superávit primário de 2022 veio de economia de estados e municípios, que pode não se repetir em 2023.

c - Talvez o mais grave: O déficit nominal, que nesse ano deve fechar ao redor de 4% do PIB, tende a subir muito em 2023, por conta do gasto com juros. Levando em conta da trajetória de taxa SELIC do Boletim

Focus e fazendo uma conta aproximada, o pagamento de juros em 2023 deve ficar ao redor de R\$ 900 bilhões (8% do PIB).

Portanto, imagine um quadro onde as receitas caiam, a PEC seja aprovada integralmente e BC não corte juros no segundo semestre do ano que vem, conforme os economistas projetam no Boletim FOCUS. Poderíamos chegar em um déficit nominal em 2023 acima de 10%, somente comparável à época de Dilma e da pandemia.

Figura 4 - Relação Dívida Bruta / PIB



Fonte: BCB, elaborado pela Meta Asset

Tal desequilíbrio nas contas públicas poderia ensejar uma disparada do endividamento brasileiro, que vinha caindo nos últimos anos (relação dívida bruta/ PIB de 77%). Há projeções que, com o pacote aprovado, em menos de dois anos a relação Dívida Bruta/PIB subiria novamente para a casa de 90%, abrindo o caminho para o descontrole no médio-longo prazo.

A grande expectativa do mercado é que a PEC seja desidratada no Congresso. Primeiro, que a ousadia da proposta de quatro anos fora do teto seja reduzida. A seguir, que o valor extra-teto seja diminuído.

Além disso, em dezembro, teremos a indicação do Ministro da Fazenda. Se a PEC passar ileso no Congresso, é pouco provável que o ministro escolhido seja de uma linha mais ortodoxa. Lula tem dado sinais de que vai optar por um político mais alinhado com o PT e o nome de Fernando Haddad tem sido o mais citado. Lembrando que é importante também conhecer os apontamentos para o Ministério do Planejamento e da Indústria e Comércio, que podem ser um contraponto ao Ministério da Fazenda.

Com a tensão do mercado, as expectativas inflacionárias subiram ao longo do mês de novembro, segundo o Boletim Focus: a estimativa de IPCA 2022 veio de 5,61% para 5,91% a.a. e a do IPCA 2023 de 4,94% para 5,02% a.a. Relevante também foi a majoração da previsão da taxa SELIC para 2023, de 11,25% para 11,50% a.a.

Já os índices de inflação ao varejo corrente continuaram persistindo em níveis que ainda incomodam. O IPCA e o IPCA-15 “cheios” de outubro oscilaram ao redor de 0,55%, com os núcleos tangenciando o mesmo nível e a difusão subindo para aproximadamente 66%. Já os IGPs se mantiveram no campo da deflação, ao redor de 0,60% negativos.

A atividade econômica permaneceu mostrando vigor em novembro, ainda não sentindo integralmente a alta acumulada da taxa SELIC. A produção industrial subiu 0,4% em setembro, com destaque para os bens de consumo. As vendas no varejo (+1,1%) voltaram a apresentar alta, após três meses consecutivos de queda. O índice ampliado, que inclui automóveis e construção civil, cresceu 1,5%. Já o segmento de serviços vem mostrando grande vigor e também variou positivamente em setembro (+0,9%), pelo quinto mês consecutivo.

Durante o mês, no Boletim FOCUS, os economistas majoraram suas estimativas de crescimento: PIB 2022 de 2,76% para 2,81% a.a e PIB 2023 de 0,64% para 0,70% a.a. Ainda acreditamos em um crescimento ao redor de 1% para o ano que vem (se o fiscal permitir uma queda de juros em meados de 2023).

O CAGED apresentou resultados abaixo do esperado em outubro, com a criação de 159 mil empregos. No ano, já foram ofertadas mais 2,32 milhões de novas vagas.

A situação na Zona do Euro, apesar de delicada, experimentou leve melhora em novembro. Tanto o PMI industrial (48,8) quanto o PMI Serviços (47,3) tiveram pequena evolução, apesar de estarem ainda abaixo do limítrofe de 50, indicando zona de recessão. Na Alemanha, o motor da região, os números, apesar de pouco auspiciosos, também melhoraram (respectivamente, 46,4 e 46,7). Já a produção industrial de setembro na região subiu 0,9% (versus a expectativa de + 0,1%). A inflação ao varejo de 12 meses na região chegou a elevados 10,6%.

No Reino Unido, o Banco Central da Inglaterra (BOE) subiu mais uma vez o juro para 3% a.a, prevendo dois anos de recessão adiante. O título de 30 anos (GILT) voltou a se normalizar sob a gestão Rishi Sunak, saindo de 3,60% a.a para 3,43% a.a. em novembro, depois de ter ultrapassado a casa de 4% a.a no curto período da primeira-ministra Liz Truss.

Já nos EUA, o grande destaque foi a bem-vinda queda da inflação no mês de outubro. O CPI cheio subiu + 0,4% versus a expectativa de 0,6%. Já o núcleo variou + 0,3% versus a estimativa de 0,5%. O PPI confirmou a mesma tendência.

As boas notícias no front inflacionário ofuscaram as preocupações com o bom Relatório de Emprego de outubro, com a criação de 261 mil vagas versus 193 mil esperados, com a taxa de desemprego em 3,7%. As vendas do varejo (+1,3%) e as encomendas de bens duráveis (+1%) também vieram em patamar superior às respectivas expectativas em outubro, mostrando a força da economia norte-americana.

A queda da inflação provocou um efeito imediato no discurso dos dirigentes do FED, que apontaram para uma desaceleração no ritmo de elevação de juros, apesar de também indicarem uma estabilidade em nível elevado por um bom tempo.

O grande assunto da China no mês de novembro consistiu no lockdown em várias cidades por conta da pandemia de COVID. A preocupação com política de COVID zero superou a divulgação de indicadores macroeconômicos. Um leve afrouxamento nas medidas fez com que o mercado reagisse bem, sobretudo as commodities metálicas e suas respectivas ações.

Figura 5: Retorno dos ativos em outubro

Indicadores	outubro	novembro	Varição mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	116.037	112.486	-3,1%
IBX	49.335	47.802	-3,1%
S&P 500	3.872	4.080	5,4%
Câmbio			
Dólar/Real	5,26	5,29	-0,7%
DXY	111,55	105,87	-5,1%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	11,69%	12,61%	0,9%
NTN-B 2025	5,48%	6,43%	0,9%
NTN-B 2055	5,79%	6,13%	0,3%
Swap DI x Pré 12 meses	12,93%	13,63%	0,7%
CDS 10 anos	3,56%	3,37%	-0,2%
Treasury 2 anos	4,51%	4,38%	-0,1%
Treasury 10 anos	4,10%	3,68%	-0,4%
Commodities			
Petróleo Brent	94,83	85,61	-9,7%
Minério de Ferro Qingdao	79,50	101,15	27,2%
Soja US\$ (CBOT)	1.417	1.470	3,7%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

No mercado de renda variável, a bolsa brasileira sofreu rentabilidade negativa (Ibovespa: -3,1%), destoando da boa performance dos índices globais em novembro (o S&P subiu 5,4%).

Dos vinte índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas dois apresentaram variação positiva no mês.

No mercado de renda fixa, as taxas prefixadas mais longas foram os ativos brasileiros mais afetados pela elevação do risco fiscal. A inflação resistente também contribuiu para a piora generalizada observada na curva de juros. O DI de dez anos teve expressivo acréscimo de 92 pontos-base ao longo do mês. A taxa do swap de 12 meses (+0,70%) foi também bastante pressionada, apesar do fechamento na curva de títulos curtos no mundo.

No mercado de NTN-Bs, o movimento foi reforçado, com a violenta abertura dos cupons mais curtos (2025: 95 pontos-base) e mais longos (título 2055: 34 pontos-base).

Já as taxas das *Treasuries* de dois e dez anos nos EUA, depois de três meses de altas consecutivas, apresentaram queda em novembro, respectivamente de 4,51% para 4,38% a.a e de 4,10% para 3,68% a.a., a partir da divulgação de índices de inflação mais moderados e suavização do discurso do FED.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em novembro, uma tendência inversa de depreciação da moeda norte-americana observada mundialmente (DXY: -5,1%), com o Real se desvalorizando (- 0,7%) em relação ao dólar. Tal movimento ocorreu não obstante a forte alta da cotação do minério de ferro (27,2%) e da soja (+3,7%), enquanto o barril do petróleo caiu 9,7%.

Já o Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap (CDS)*, acompanhou a queda de taxas no mercado externo, caindo de 3,56% em outubro para 3,37% a. a. ao final de novembro.

Figura 6: Índices setoriais - Meta Asset - Mês de novembro

Índices Meta Asset	nov/22
Meta Índice Siderurgia	19,7%
Meta Índice Mineração	19,4%
Ibovespa	-3,1%
IBX	-3,1%
Meta Índice Energia Elétrica	-3,6%
Meta Índice Óleo Gás e Petroquímico	-3,7%
Meta Índice Agricultura	-5,1%
Meta Índice Água e Saneamento	-7,1%
Meta Índice Serviços Financeiros	-7,4%
Meta Índice Papel e Celulose	-9,2%
Meta Índice Indústria	-9,5%
Meta Índice Bancos	-9,7%
Meta Índice Exploração	-10,5%
Meta Índice Logística	-12,5%
Meta Índice Saúde	-13,5%
Meta Índice Shoppings	-14,5%
Meta Índice Frigoríficos	-15,0%
Meta Índice Tecnologia	-15,5%
Meta Índice Aéreas	-18,8%
Meta Índice Varejo	-20,3%
Meta Índice Construção	-20,8%
Meta Índice Locação	-23,6%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Apenas dois índices setoriais subiram (e fortemente) no mês de novembro: siderurgia (+19,7%) e mineração (+19,4%). O motivo é o mesmo: A elevação dos preços das *commodities* metálicas por conta de certa abertura do lockdown na China. Destaque para Gerdau (+32%), CSN (28%), CSN Mineração (32%) e Vale (28%).

No âmbito negativo, os piores desempenhos foram em setores influenciados pela elevação da taxa de juros (ações de crescimento).

Cite-se os nichos de locação (-23,6%), construção (-20,8%) e varejo (-20,3%). Entre os papéis que mais sofreram, indicamos Movida (-35%), ARMAC (-27%), EZTEC (-27%), Tenda (-26%), Lojas Americanas (-32%), Via Varejo (-30%) e CVC (-30%).

Figura 7: Índices setoriais - Meta Asset - Ano de 2022

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Óleo Gás e Petroquímico	33,1%
Meta Índice Água e Saneamento	15,2%
Meta Índice Energia Elétrica	7,8%
Ibovespa	7,3%
IBX	6,8%
Meta Índice Shoppings	5,5%
Meta Índice Bancos	3,4%
Meta Índice Mineração	3,3%
Meta Índice Agricultura	0,7%
Meta Índice Serviços Financeiros	-2,2%
Meta Índice Locação	-6,3%
Meta Índice Papel e Celulose	-7,0%
Meta Índice Indústria	-13,3%
Meta Índice Logística	-13,9%
Meta Índice Siderurgia	-17,4%
Meta Índice Construção	-20,7%
Meta Índice Saúde	-21,4%
Meta Índice Exploração	-22,0%
Meta Índice Tecnologia	-31,1%
Meta Índice Frigoríficos	-36,7%
Meta Índice Varejo	-36,9%
Meta Índice Aéreas	-49,9%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Em termos de performance anual, o setor de óleo e gás (+33,1%) continua à frente, por conta da alta do barril no ano. As altas em 2022 de Dommo (+259%), PetroRio (+74%), Petro Recôncavo (+65%) e Petrobras (60%), chamam a atenção.

Em seguida, destaque para o desempenho do segmento de água e saneamento (+15,2%), muito por conta das especulações sobre potenciais privatizações. Cite-se Sabesp (+53%), Orizon (+46%) e Copasa (+28%).

Já o índice de aéreas continua na “lanterna” em 2022, com depreciação de 49,4%, muito por conta da alta do preço do querosene de aviação e queda de tráfego: Gol (-51%) e Azul (-49%).

O segundo pior desempenho até novembro/22 foi do setor de varejo, com derrocada de 36,9%, devido à elevação da curva de juros, que afetou papéis de crescimento: Espaço Laser (-84%), Lojas Americanas (-66%) e CVC (-62%).

CARTEIRA META VALOR

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -7,34 % versus -3,11% do IBX em novembro.

O mercado acionário brasileiro recuou em novembro, fruto do discurso do novo governo eleito mais frouxo em termos fiscais. O Fundo Meta Valor apresentou desempenho abaixo do IBX-100 no mês, decorrente da maior exposição aos setores de consumo e construção, muito sensíveis aos juros futuros que abriram fortemente, assim como da performance negativa da 3R e da posição *underweight* em Vale.

No setor de petróleo, após o melhor desempenho da bolsa em outubro, as ações da 3R foram bastante penalizadas pelos problemas operacionais enfrentados no campo de Macau, que resultaram na menor produção em novembro, que também reduzirá sua curva de produção no curto prazo. Para médio e longo prazos, nada muda no case de investimento.

O segmento de mineração foi destaque positivo em novembro na B3, decorrente da forte alta de 27,2% do preço do minério de ferro, que refletiu a expectativa de alguma flexibilização na política de Covid zero chinesa, além da restrição de novas ofertas da *commodity*. Em siderurgia, mais uma vez as ações da Gerdau apresentaram um ótimo desempenho, decorrente principalmente da excelente margem operacional de sua unidade nos Estados Unidos.

Os setores de varejo e construção sofreram bastante com a alta dos juros futuros no Brasil. As empresas mais voltadas ao comércio eletrônico foram as mais penalizadas por esse cenário macro, além das vendas da Black Friday terem ficado abaixo do esperado. As companhias do segmento de supermercados mostraram melhor desempenho no mês, uma vez que suas receitas são menos sensíveis aos fatores macroeconômicos.

CASO DE INVESTIMENTO: VAMOS

Visão geral da empresa

A Vamos foi constituída em 2015, para suprir a demanda dos clientes da Simpar nos setores de locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados e gerenciamento, gestão e manutenção de frota. A companhia é líder no setor, segundo a Associação Brasileira de Locadoras de Automóveis (ABLA), com mais de 80% de *market share*.

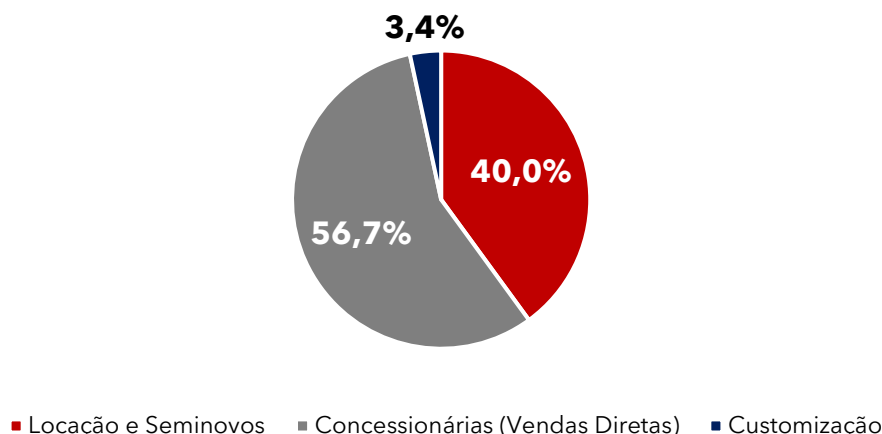
O *business* consiste na compra, locação, manutenção e venda de caminhões e máquinas agrícolas, atuando de forma integrada e sinérgica.

Figura 8 - Modelo de negócios da Vamos



Fonte: RI da Companhia

Desse modo, podemos dividir a empresa em quatro segmentos principais: locação, seminovos, concessionárias e customização. Apesar de representar apenas 40% da receita, o segmento de locação é o *core business* da empresa, representando aproximadamente 80% do EBITDA, enquanto os demais segmentos podem ser entendidos como complementares à operação.

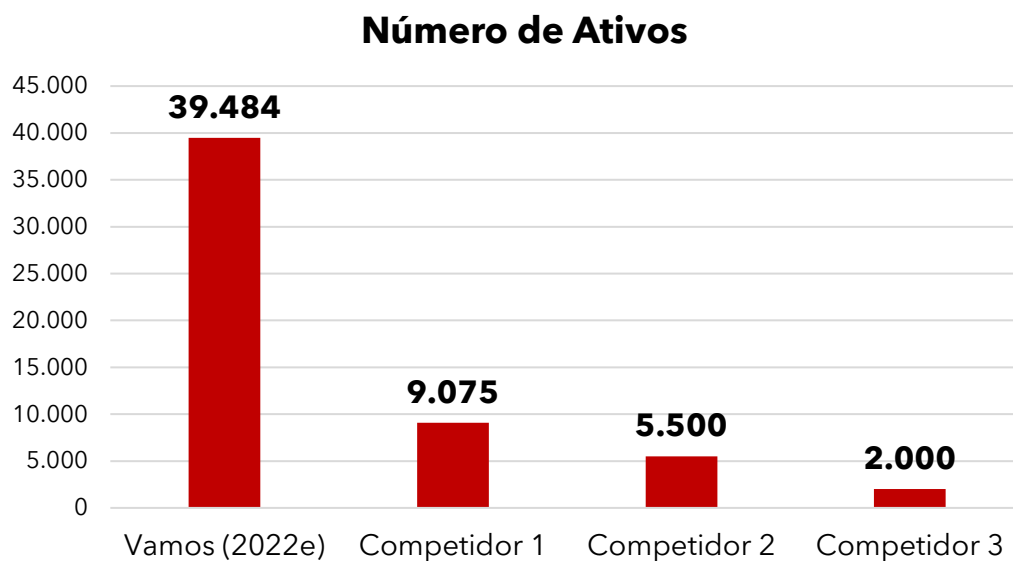
Figura 9 - Breakdown de receita da Vamos**Representatividade na Receita Bruta de 2021**

Fonte: RI da Companhia

Destaques da tese

A nossa tese de investimentos possui dois pilares fundamentais: (i) empresa com vantagens competitivas claras e duradouras; e (ii) setor ainda muito subpenetrado, com grandes oportunidades de consolidação. Dentre os principais diferenciais competitivos da Vamos, destacam-se a vantagem de escala, a liderança no setor e os elevados custos de troca.

A companhia encerrou o terceiro trimestre com aproximadamente 39 mil ativos disponíveis para locação, sendo cerca de 31 mil caminhões e cerca de 8 mil máquinas. A frota total da Vamos é superior à frota dos três principais competidores combinados, o que mostra uma grande vantagem competitiva com relação à escala.

Figura 9 - Frota da Vamos

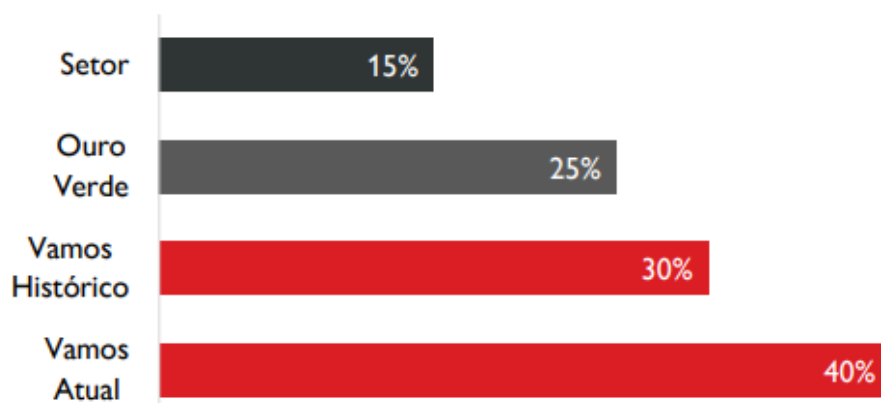
Fonte: RI da companhia

Por também atuar em vendas diretas de caminhões por meio de suas concessionárias, a Vamos possui um excelente relacionamento com as montadoras. Somando-se esse aspecto ao grande volume de compras anuais, a companhia historicamente possui um desconto relevante na compra de seus ativos.

Historicamente, esse desconto gira em torno de 30%, mas com a aceleração do crescimento nos últimos anos acreditamos que a companhia já consiga descontos próximos a 40% em suas novas compras. Para efeito de comparação, acreditamos que a Ouro Verde, principal competidor da Vamos, consegue apenas 25% de desconto, enquanto os demais pares menores conseguem, no máximo, 15% de desconto com as montadoras.

Figura 10 - Descontos concedidos pelas montadoras

Desconto médio na compra das OEM's



Fonte: RI da companhia

Com esses descontos, a TIR que a Vamos aufer de seus contratos é consideravelmente maior que os pares. Em nossas estimativas, este segmento só é sustentável a longo prazo, ou seja, possui uma TIR acima do custo de capital, em casos que as empresas conseguem descontos acima de 15%. Deste modo, grande parte dos competidores da Vamos não geram valor nas escalas atuais.

Figura 11 - TIR da operação x descontos das montadoras


TIR Sem manutenção							
Desconto na Compra							
5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	
11,1%	12,0%	13,1%	14,2%	15,6%	17,1%	18,8%	
TIR Com manutenção							
Desconto na Compra							
5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	
14,9%	16,1%	17,3%	18,8%	20,4%	22,2%	24,3%	

Fonte: RI da companhia

Entendemos, também, que os serviços da Vamos são diferenciados. Dada sua capilaridade, a companhia está presente em todo o país, o que fortalece ainda mais a sua marca. Além disso, a operação integrada possibilita que a Vamos ofereça serviços complementares, o que não acontece com seus competidores.

Figura 12 - Serviços da Vamos x concorrentes

A	Capilaridade	Rede nacional de atendimento	○	X	X	X
		Rede nacional de lojas	○	X	○	X
B	Serviços digitais	Portal interativo clientes	○	○	X	X
		Apps de seminovos	○	X	X	X
C	Serviços	Serviços de manutenção	○	X	X	○
		Compra da frota do cliente	○	X	X	X

 ⁽¹⁾
Competidor 1⁽²⁾
Competidor 2⁽³⁾
Competidor 3⁽⁴⁾

Fonte: RI da companhia

Por fim, destaca-se o custo de troca elevado neste segmento. Cerca de 90% dos contratos da Vamos têm pelo menos 5 anos de validade, trazendo previsibilidade para sua receita. Além da incorrência de multas contratuais, os ativos em questão são cruciais para a operação dos

clientes, gerando mais um desincentivo à inadimplência ou troca de serviços.

Figura 13 - Tempo de duração dos contratos da Vamos

(% da receita mensal de locação por duração de contrato) (1)



Fonte: RI da companhia

Portanto, entendemos que a companhia possua vantagens competitivas em todas as etapas de seu modelo de negócios, desde a aquisição dos veículos, até a posterior venda.

Figura 14 - Vantagens competitivas da Vamos



Fonte: RI da companhia

O setor de locação de caminhões

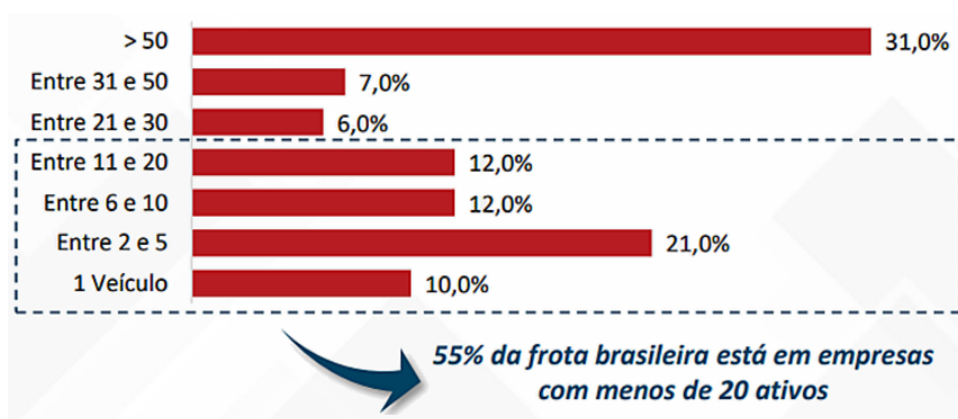
Como dito anteriormente, este segmento ainda é muito subpenetrado e a Vamos surge como a principal consolidadora do setor. Estima-se que a frota total no Brasil seja de aproximadamente 3,8 milhões de caminhões, sendo 2,8 milhões de caminhões vinculados às empresas. Dado que a Vamos possui cerca de 31 mil caminhões, e estima-se que isso represente

aproximadamente entre 80% e 85% da frota total alugada no Brasil (que corresponde a aproximadamente 38 mil caminhões).

Diante do exposto, vemos que a penetração da frota alugada no Brasil é de aproximadamente 1%. Para efeitos de comparação, esta penetração nos EUA é de aproximadamente 20%, e no México é de aproximadamente 4%, segundo estimativas. Além disso, diante do cenário macroeconômico que estamos enfrentando, há um grande incentivo para as empresas desmobilizarem capital e, conseqüentemente, reduzirem o endividamento.

Ao analisarmos a distribuição da frota do setor, vemos que cerca de 55% da frota brasileira está concentrada em empresas com menos de 20 ativos. Essas companhias, naturalmente, possuem um menor porte e, conseqüentemente, piores condições de crédito. Deste modo, enxergamos uma tendência de maior adoção da locação das frotas para os próximos anos, o que deve beneficiar muito o setor.

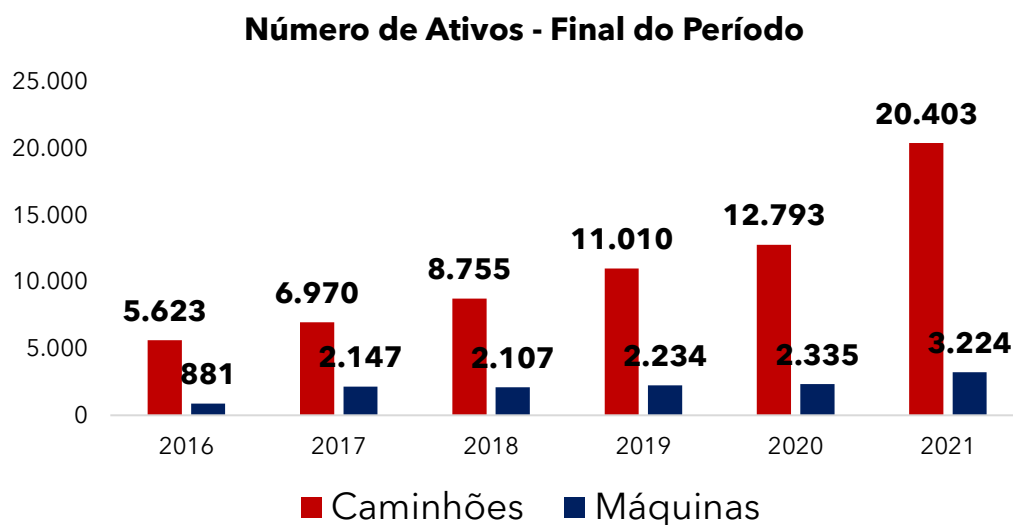
Figura 15 - Número de ativos por empresas



Fonte: RI da companhia

Valuation

Primeiramente, vale destacar o forte crescimento da companhia nos últimos anos. A companhia possuía uma frota total de cerca de 6,5 mil ativos em 2016, e deve terminar 2022 com mais de 40 mil ativos.

Figura 16 - Evolução do número de ativos da Vamos

Fonte: RI da companhia

O *guidance* proposto, reafirmado constantemente, é de atingir 100 mil ativos ao final de 2025, o que representaria um CAGR de aproximadamente 35% ao longo de 9 anos. Segundo nossas estimativas, esta frota deveria valer acima de R\$ 30 bilhões, ou seja, para algum competidor roubar a posição de liderança da Vamos, ele deveria investir algo desta magnitude nos próximos 3 anos, o que vemos como pouco provável, dado o cenário atual.

Figura 17 - Custo de reposição da Vamos em 2025

Nº Caminhões Vamos 2025	76.532
Nº Máquinas Vamos 2025	14.464
Preço Caminhão	376
Preço Máquina	511
Custo de Reposição Vamos 2025	36.146.297

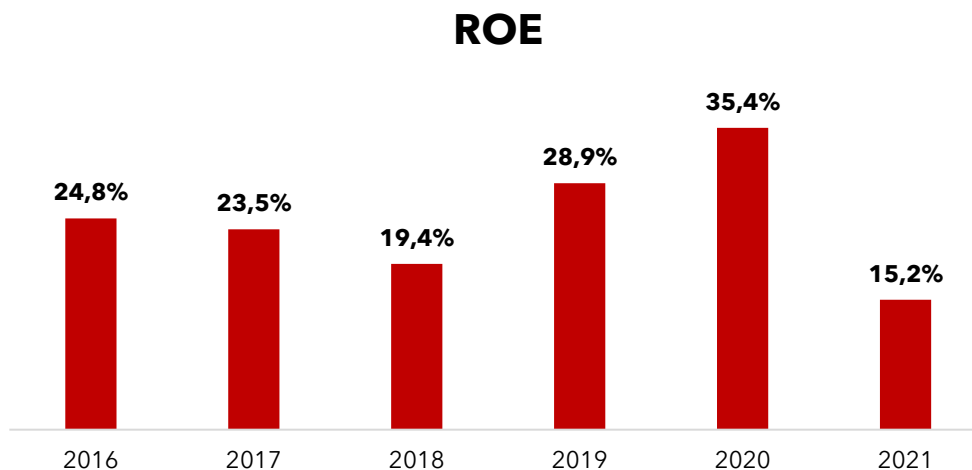
Fonte: RI da companhia

Acreditamos que a Vamos, por já estar muito à frente dos concorrentes neste mercado, o que proporciona desconto em suas compras, seja o único *player* capaz de atingir essa frota proposta no *guidance*. Vale ressaltar que essa posição representaria apenas 3% da frota total corporativa do Brasil, mostrando que ainda haveria espaço para crescimento.

Além disso, cabe frisar que este crescimento não veio em detrimento de rentabilidade, pelo contrário. A companhia apresenta ROE

consistentemente acima de 20% e, mesmo com a injeção de capital no IPO, este indicador ainda ficou acima do custo de capital próprio no período.

Figura 18 - ROE histórico da Vamos



Fonte: Meta Asset

Em nossas estimativas, o papel negocia a um P/L de 17x para 2023 e 8x EBITDA, o que achamos atrativo dado o potencial de crescimento aliado à boa rentabilidade, tudo isso em uma empresa com enormes vantagens competitivas. Além disso, encontramos *upside* para o preço da ação superior a 50% nos preços atuais, com uma TIR de cerca de 20%.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR FIA	30/11/2022	3,01688622	-7,34%	2,28%	5,86%	258.121	264.314	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			-3,11%	6,82%	10,17%				
IBOVESPA			-3,06%	7,31%	10,37%				
META 11 SMALL CAP FIA	30/11/2022	0,83021395	-16,38%	-16,98%		2.325	2.431	Ações Small Caps Ativo	11/04/2022
Small			-11,23%	-15,40%					
Total Estratégia Renda Variável						260.445	266.746		
Total AUM						261.587	267.842		

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

META VALOR

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

(*) A coluna 12, 24, 36, 48 e 60 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12, 24, 36, 48, 60 e 72 meses atrás.

() A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)**

META 11 SMALL CAP FIA

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.