

Caro investidor,

Observamos recentemente discussões importantes em relação ao impacto da curva futura de juros nos preços das ações. De maneira simplificada, o valor de uma empresa hoje é refletido pela expectativa da geração de fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que remunere risco e prazo associados ao investimento. Seguindo essa lógica, espera-se que um aumento na taxa de desconto impacte negativamente os preços atuais. No entanto, percebemos que a grande maioria das discussões nesse sentido tem se concentrado nas taxas nominais, sem considerar as respectivas taxas de inflação. Em alguns momentos, vimos analistas utilizarem a curva longa de juros nominais (atualmente em 11%) mantendo as projeções de inflação próximas à meta do Banco Central (~3%). Mesmo sem um time de economistas dedicados, acreditamos que o cenário com Selic permanentemente acima de 10% acarretaria provavelmente em uma inflação muito acima de 3%. Em função disso, consideramos em nossos modelos os movimentos das taxas de juros reais, pois ao estudar o histórico das empresas que compõem nosso portfólio, conseguimos notar a capacidade de repasse de preço e de compensação das forças inflacionárias.

Em outras palavras, para quem quiser ajustar os juros longos para 11% a.a., talvez faça sentido utilizar um IPCA permanente de 6% a.a. , que é justamente a inflação implícita de longo prazo embutida nos preços atuais. Olhando o movimento dos juros reais, nota-se que desde o início do ano a abertura foi aproximadamente de 120bps e desde o início de julho (quando o IBOV estava 130k pontos), a abertura foi de ~55bps. Mesmo fazendo esses ajustes, enxergamos assimetrias de valor ainda mais interessantes do que poucos meses atrás, dado que a correção nas principais empresas do portfólio foi significativamente acima do simples efeito da correção das taxas de juros (aumento de juros \* *duration*).

Momentos de forte correção como atravessamos atualmente nos exigem dupla convicção em nossas teses de investimento. Seguimos incansavelmente estressando diferentes cenários, estimando impactos potenciais em nossas empresas investidas, revisitando projeções e margens de segurança e buscando a otimização ideal de carteira visando reduzir e diversificar fatores de risco. Abaixo colocamos um breve resumo das maiores posições.

**Intermédica / Hapvida:** Investimos em Hapvida há cerca de 3 anos. No entanto, por conta da dinâmica negativa conjuntural de preços recentes ela se tornou uma das maiores posições do fundo.

Acreditamos que os resultados recentes negativos, fruto de uma maior sinistralidade pressionada pelos custos associados à segunda onda da pandemia, correções negativas de preços de planos individuais neste ano, e pelo recente risco político associado aos procedimentos adotados relacionados ao tratamento precoce do COVID geraram um ruído no preço de mercado que não justifica o valor estrutural da empresa e de seu modelo de negócios. Recentemente numa interação com investidores, a Hapvida informou que cerca de 70% dos médicos não adotaram o modelo recomendado de tratamento precoce, reforçando a ideia de que a opinião do médico é preponderante. Achamos que a correção atual (perda de ~R\$20bi de valor de mercado em duas semanas quando somamos HAPV3 e GNDI3) foi além dos potenciais impactos. Em termos de cenário, nota-se que tanto Hapvida quanto Intermédica apresentaram um forte ritmo de crescimento (ciclo 2015 a 2021) de maneira quase independente do PIB, através de aquisições, consolidações e migrações de planos mais caros. Acreditamos que a fusão das empresas será aprovada sem necessidade de aplicações de remédios relevantes e que a nova companhia irá traduzir grande parte das sinergias obtidas em preços mais atrativos, aumentando de maneira expressiva seu mercado potencial (atualmente, ambas empresas tem planos de saúde hospitalares muito competitivos em diferentes regiões). Enxergamos uma TIR real acima de dois dígitos para o investimento nos níveis de preço atuais.

**Grupo Cosan (Cosan + Raízen):** A Cosan atravessa um período transformacional em praticamente todos os seus segmentos de negócios. Com um histórico impecável de alocação de capital nos mais diferentes cenários macroeconômicos, a empresa tem uma agenda agressiva de investimentos estruturais para os próximos anos. No setor de gás, a Compass está se preparando para se tornar um dos grandes conglomerados nacionais pós Nova Lei do Gás, muito além da atual concessão da distribuidora de gás de SP (Comgás). Após 2 rodadas de *private placement*, a Compass levantou R\$2.3bi para investimentos em infraestrutura garantindo acesso diversificado à molécula de gás, com projetos para a construção de um terminal de regaseificação em Cubatão e para um *pipeline* de escoamento de gás do Pré-Sal (Rota 4). Além disso, a empresa tem a estratégia de casar a oferta de gás com uma demanda mínima garantida que torne tais projetos economicamente viáveis, desenvolvendo sua comercializadora, estudando projetos de desenvolvimento de usinas térmicas e também a potencial aquisição da Gaspetro (participação da Petrobrás em 11 distribuidoras estaduais de gás). No segmento de energia renovável, a Raízen realizou seu IPO, levantando R\$6.9bi para escalar um projeto pioneiro de produção de etanol celulósico e biogás a partir de sua produção verticalizada de cana de açúcar, com indicação de demanda aquecida nos mercados desenvolvidos movidos pelo compromisso de redução de pegada de carbono, corroborado pelos prêmios relevantes

sobre o etanol de primeira geração e pelos contratos de longo prazo já fechados. No seu braço ferroviário, a Rumo continua seu processo de expansão e ganho de eficiência, com a recente autorização para extensão de sua malha em Mato Grosso até Lucas do Rio Verde, na região meio-norte de Mato Grosso, fronteira agrícola de maior crescimento em produção de grãos, além do desenvolvimento da Malha Central (ligando a região de Goiás e Tocantins a Malha Paulista/Porto de Santos) e duplicação da capacidade de escoamento da Malha Paulista, com captura relevante de eficiências operacionais após a renovação de sua concessão. Com estes projetos, a Rumo consolida sua liderança no contratado crescimento estrutural de escoamento de grãos para as próximas décadas. Além disso, a *holding* possui projetos em outros segmentos (mineração, terras, lubrificantes) que trazem uma boa combinação entre diversificação de risco com retornos potenciais.

**Via:** No segundo semestre de 2019, a gestão atual assumiu uma empresa problemática que poucos meses depois foi fortemente impactada pela pandemia. Mesmo tendo conseguido suprir boa parte das vendas através do *e-commerce* em 2020, acreditamos que o período da gestão atual contém muitos efeitos não recorrentes que poluem o cálculo da rentabilidade potencial da empresa. Quando avaliamos aspectos qualitativos, observamos uma boa dinâmica entre promessa/entrega: melhoria dos sistemas (lembrando que o site caiu na *Black Friday* de 2018), maior alinhamento dos vendedores nas lojas, identificação da origem dos processos trabalhistas, melhorias no *market place*, reposicionamento das marcas, engajamento em redes sociais entre outros. Em nossa opinião, a grande variável que falta é justamente ajudar ao mercado a entender qual a rentabilidade da operação quando os processos trabalhistas/cíveis se normalizarem e quando as restrições de abertura de loja deixarem de existir. Os preços atuais embutem uma piora muito grande em relação a crescimento e rentabilidade, algo que por enquanto achamos injustificado mesmo num cenário mais competitivo. Em termos de curto prazo, estimamos que a companhia segue ganhando *market share* no *e-commerce* num ritmo semelhante ao Mercado Livre e bem acima de Magazine Luiza (estimativas internas referentes ao 3º trimestre). Existe também um receio de alguns participantes em relação aos competidores asiáticos (Shopee e Alibaba), mas que no momento ainda apresentam um baixo *overlap* de produtos e clientes. Nossa estimativa de valor justo da companhia está significativamente acima dos preços atuais.

**B3:** Apesar de compreendermos o atual momento negativo para a empresa, com possíveis impactos da alta de juros nos volumes negociados, ruídos relacionados a competição (com impacto marginal no *bottom line* em nossas estimativas), disputas legais e alteração de pessoas chave no *management*, ainda consideramos a empresa um bom veículo que reúne: (i) aspectos monopolistas e preços

razoavelmente alinhados com outros países (que indicam baixas chances de competição em nossa opinião), (ii) protagonismo no “*financial deepening*” tanto em renda fixa como variável, (iii) sem dívidas (caixa líquido), (iv) retornos altos e (v) múltiplos extremamente atrativos (quando comparada ao próprio histórico e a pares internacionais). Independentemente do cenário, ainda vemos o seu posicionamento privilegiado refletido na forte geração de caixa e dividendos, fatores que contribuem de maneira considerável para uma boa margem de segurança mesmo em cenários mais adversos.

**Direcional:** Até o início de 2020 a Direcional Engenharia praticamente só atuava no segmento de baixa renda (Minha Casa Minha Vida, atual Casa Verde e Amarela) e, tri após tri, vinha nos surpreendendo positivamente em relação à eficiência do processo construtivo, refletida em margens muito superiores quando comparada aos pares (mesmo em um cenário de forte aumento de insumos) e também em níveis de rentabilidade bastante atrativos (ROE se aproximando de 20%). Além disso, a companhia optou por diversificar seu ramo inicial de atuação criando uma nova empresa (RIVA) e destinando parte do seu banco de terrenos para o que chamamos de Faixa 4: empreendimentos com preços de venda logo acima do teto do programa Casa Verde e Amarela, mas que possuem o mesmo método construtivo (fôrmas de alumínio) que a empresa vem aperfeiçoando há mais de 10 anos. Essa nova linha de negócios vem apresentando um crescimento muito acima do que tínhamos no início do ano e que possivelmente levará a Direcional como um todo a dobrar de tamanho (de R\$2bi para quase R\$4bi de VGV) e triplicar o lucro no período de 2020 a 2022. Negociando por volta de 6x P/E 2022 no nosso cenário base, com todos os drivers acima descritos ainda válidos, capacidade de surpreender gerando valor adicional aos acionistas e conduzida por um *management* excepcional, a Direcional Engenharia após as fortes correções do setor possui uma assimetria grande entre *downside* adicional x *upside* potencial.

**Sequoia:** Na esteira da desaceleração do *e-commerce*, o preço da ação foi fortemente impactado nos últimos meses. Com a queda de 50%, aumentamos consideravelmente o tamanho de nosso investimento. Aqui vale lembrar que 50% da receita da empresa advém do *e-commerce*, que segue crescendo num ritmo bastante interessante embora menor do que o visto em 2020. Ademais, a empresa é diretamente exposta à “guerra” do varejo eletrônico, principalmente aos participantes que vem ganhando *market share* (Mercado Livre, Amazon e Shopee entre outros) o que pode fazer com que essa linha continue crescendo bem acima do comércio online. O segmento B2B (50%) tem crescido pouco, mas apresenta resiliência, enorme oportunidade de consolidação (caminho que a Sequoia vem trilhando há bastante tempo através de aquisições) e recuperação orgânica a partir da

reabertura do comércio físico. Vale ressaltar que a cada nova aquisição a empresa deixa sua malha logística mais robusta, principalmente em regiões menos adensadas onde os clientes tem mais dificuldade em atingir de forma verticalizada (mais rotas, mais caminhões cheios, menor custo por entrega). Nas últimas interações com o mercado, a companhia vem guiando tanto para manutenção do ritmo de crescimento visto no 2º trimestre como melhoria de margens resultado da extração de sinergias das empresas recém-adquiridas. Vemos a ação negociando a 15x P/E 2022 (1x receita), um desconto grande quando comparado a companhias que apresentam rentabilidade e crescimento similares. Nosso valor justo estimado é significativamente acima do preço atual.

**Energisa:** Nosso investimento na Energisa se baseia na capacidade da companhia extrair valor de ativos complexos replicando o *turnaround* em empresas do grupo Rede nas áreas de Concessão adquiridas da Eletrobras – Eletroacre e Ceron. De forma complementar, sua diversificação regional aliada ao perfil de consumo atrelado ao agronegócio assegura uma resiliência aos fatores macroeconômicos. No curto prazo, vemos resultados consistentes devido às medidas de cobrança adotadas no período da pandemia e aos reajustes tarifários indexados ao IGPM em distribuidoras que representam 73% do EBITDA. A combinação de proteção à inflação, resiliência do negócio, ótimo histórico de alocação de capital nos mais variados cenários econômicos e TIR real implícita de ~10% justificam uma posição relevante.

**SBF:** Nossa tese na antiga Centauro é razoavelmente simples e integralmente pautada por aspectos microeconômicos. Acreditamos que exista uma frente de melhora expressiva na rentabilidade da operação da Nike menos dependente da receita (que hoje representa metade das vendas do grupo), além do crescimento da marca Centauro (estimamos que atualmente as lojas estejam vendendo de 15 a 20% acima dos níveis de 2019). Vale frisar que dentro do setor de vestuário, a SBF vem se mostrando como uma das mais adaptadas a navegar no novo universo do *online/offline*, estando à frente de gigantes do setor em termos de conversão de venda no *e-commerce*. No *hall* das opicionalidades, acreditamos que o *management* atual tem planos ousados para a companhia, tanto no digital (NWB, Desimpedidos etc.) quanto em outros aspectos hoje distantes do vestuário, mas ainda sim dentro do universo esportivo (parcerias com academias, transmissão de jogos, planos de sócio-torcedor, programas de fidelidade entre outros). Em nossa opinião, a gestão atual tem uma linha de pensamento similar a grandes empresas de inovação: *fail, but fail fast*, pensar e agir fora da caixa, não ter medo de voltar atrás, reunir distribuição (Centauro), força de uma marca (Nike e potencialmente outras no futuro) e engajamento digital/conteúdo (NWB). O múltiplo de curto prazo não é dos mais

baixos (25x P/E 2022), mas acreditamos que a combinação de crescimento de receita, melhora expressiva na rentabilidade de um segmento relevante e opcionalidades em novos negócios justificam o *valuation* atual. Em termos de curto prazo, o preço da ação foi impactado por revisões no *guidance* da Nike Global por conta de problemas na cadeia de suprimentos. A SBF tem indicado que boa parte do estoque do Natal já está no Brasil ou em trânsito e que estão monitorando a situação de perto.

Além das empresas acima, seguimos investidos em posições menores nos setores de mineração, celulose, aluguel de veículos, financeiro, tecnologia e outras do setor de energia.

Obrigado pelo apoio e confiança de todos.

Atenciosamente,

Alpha Key Capital Management



## Objetivo

O Alpha Key Long Biased FIC FIM busca a médio e longo prazos retornos consistentes acima do benchmark através de criteriosa seleção (análise fundamentalista + visão top down) de empresas listadas majoritariamente na B3, ao mesmo tempo que pondera as melhores estratégias de hedge do portfólio visando diminuir as perdas em momentos de correções relevantes dos mercados.

## Características

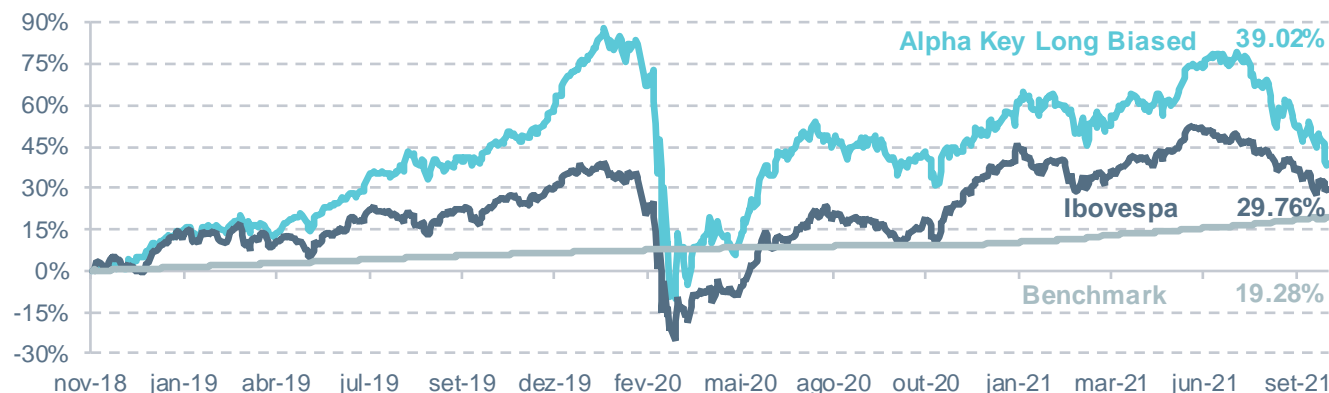
Patrimônio Líquido	R\$ 182.409.110
Patrimônio Médio 12 meses	R\$ 156.839.852
Data de Abertura	12 Nov 2018
Aplicação Mínima	R\$ 5.000,00
Cotização Resgate	D+ 30
Taxa de Administração	2,0% a.a.
Taxa de Performance	20% do que exceder IPCA+Yield IMAB

## Gestora

A Alpha Key é uma sociedade formada por profissionais que trabalham juntos há mais de 10 anos e acreditam fortemente no modelo meritocrático. Sua missão é rentabilizar de maneira equilibrada e diversificada os investimentos de seus clientes, com rígido controle dos portfólios sob sua gestão.

Custódia e Controladoria	BNY Mellon Banco S.A.
Administração	BNY Mellon
Público Alvo	Investidores qualificados
Classificação Anbima	Multimercado Livre
Tributação Aplicável	Renda Variável

## Retorno Acumulado



## Rentabilidade Mensal (em %)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano	Acum. Início
<b>2021</b>														
Alpha Key LB	0.28%	-5.38%	4.17%	1.36%	7.44%	5.11%	-6.45%	-6.31%	-11.16%	-	-	-	-11.90%	39.02%
Ibovespa	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-	-	-	-6.75%	29.76%
IPCA + IMA-B	1.04%	0.53%	1.41%	0.74%	0.80%	0.95%	0.87%	1.14%	0.86%	-	-	-	8.65%	19.28%
<b>2020</b>														
Alpha Key LB	4.52%	-7.43%	-38.16%	11.01%	7.28%	15.91%	3.48%	-1.73%	-5.80%	-4.24%	11.23%	8.45%	-8.60%	57.81%
Ibovespa	-1.63%	-8.43%	-29.90%	10.25%	8.57%	8.76%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	2.92%	39.16%
CDI	0.38%	0.29%	0.34%	0.28%	0.24%	0.22%	0.19%	0.16%	0.16%	0.16%	0.15%	0.16%	2.77%	9.79%
<b>2019</b>														
Alpha Key LB	7.84%	0.04%	0.60%	1.79%	4.01%	4.78%	5.46%	2.84%	0.86%	4.74%	2.69%	13.60%	60.90%	72.64%
Ibovespa	10.82%	-1.86%	-0.18%	0.98%	0.70%	4.06%	0.84%	-0.67%	3.57%	2.36%	0.95%	6.85%	31.58%	35.22%
CDI	0.54%	0.49%	0.47%	0.52%	0.54%	0.47%	0.57%	0.50%	0.47%	0.48%	0.38%	0.38%	5.97%	6.83%
<b>2018</b>														
Alpha Key LB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.82%	5.38%	7.30%	7.30%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.65%	-1.81%	2.76%	2.76%
CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.32%	0.49%	0.82%	0.82%

Benchmark: CDI até dezembro de 2020 e IPCA + IMA-B a partir de janeiro de 2021.

O Alpha Key Long Biased FIC FIM é resultado da cisão do Alpha Key Long Biased CSHG FIC FIM em 28 de fevereiro de 2020.

Em 11 de Janeiro de 2021 o Alpha Key Long Biased FIC FIM incorporou o Alpha Key Long Biased II FIC FIM (CNPJ 33.784.197/0001-56)

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não representam aconselhamento de investimento.

Leia o formulário de informações complementares e/ou o regulamento antes de investir. Contate um distribuidor autorizado; não realizamos distribuição de cotas.

Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador nem por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade deste fundo é líquida de taxas de administração e de performance, mas bruta de impostos. Os fundos geridos pela Alpha Key Capital Management Investimentos Ltda. ("Alpha Key") podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Ademais, podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes, e podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos.

A liquidação financeira e a conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido.

Este material é de propriedade da Alpha Key, sendo vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem sua autorização expressa prévia. A Alpha Key não se responsabiliza por erros de avaliação ou omissões, nem pela publicação acidental de informações incorretas.

## Objetivo

O Alpha Key Institucional FIC FIA busca a médio e longo prazos retornos consistentes acima do benchmark através de criteriosa seleção (análise fundamentalista + visão top down) de empresas listadas majoritariamente na B3. O fundo está enquadrado nas Resoluções CMN nº 4.661 e 3.922.

## Gestora

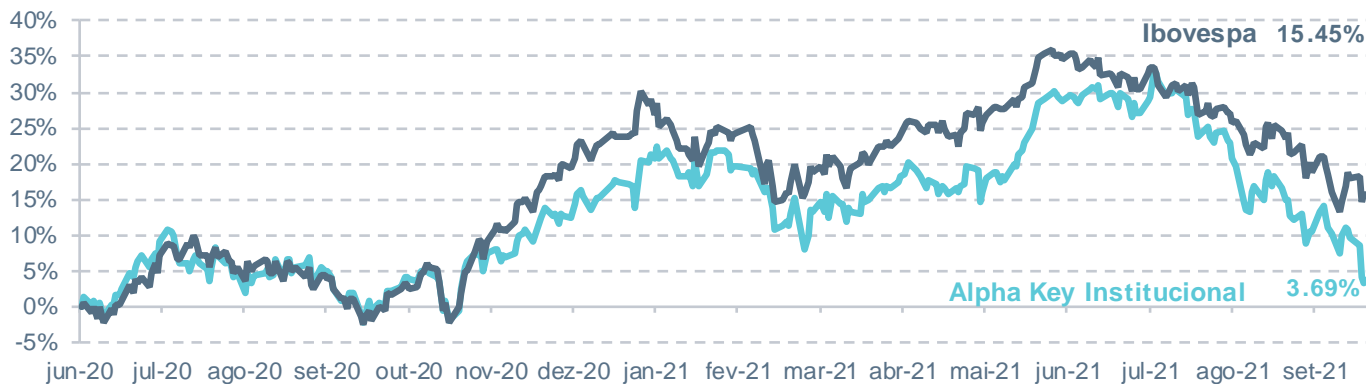
A Alpha Key é uma sociedade formada por profissionais que trabalham juntos há mais de 10 anos e acreditam fortemente no modelo meritocrático. Sua missão é rentabilizar de maneira equilibrada e diversificada os investimentos de seus clientes, com rígido controle dos portfólios sob sua gestão.

## Características

<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 6.727.661
<b>Patrimônio Médio - 12 meses</b>	R\$ 5.458.122
<b>Data de Abertura</b>	18 Jun 2020
<b>Aplicação Mínima</b>	R\$ 1.000,00
<b>Cotização Resgate</b>	D+ 30
<b>Taxa de Administração</b>	2,0% a.a.
<b>Taxa de Performance</b>	20% do que exceder o Ibovespa

<b>Custódia e Controladoria</b>	BNY Mellon Banco S.A.
<b>Administração</b>	BNY Mellon
<b>Público Alvo</b>	Investidores em geral
<b>Classificação Anbima</b>	Ações Livre
<b>Tributação Aplicável</b>	Renda Variável

## Retorno Acumulado



## Rentabilidade Mensal (em %)

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano	Acum. Início
2021	<b>Alpha Key Inst</b>	-0.53%	-5.19%	3.52%	0.82%	8.05%	3.63%	-4.51%	-7.09%	-9.75%	-	-	-	-11.75%	3.69%
	<b>Ibovespa</b>	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-	-	-	-6.75%	15.45%
2020	<b>Alpha Key Inst</b>	-	-	-	-	-	0.11%	5.76%	-1.68%	-5.24%	-0.63%	11.21%	7.79%	17.49%	17.49%
	<b>Ibovespa</b>	-	-	-	-	-	-1.11%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	23.81%	23.81%

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não representam aconselhamento de investimento.

Leia o formulário de informações complementares e/ou o regulamento antes de investir. Contate um distribuidor autorizado; não realizamos distribuição de cotas.

Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador nem por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade deste fundo é líquida de taxas de administração e de performance, mas bruta de impostos. Os fundos geridos pela Alpha Key Capital Management Investimentos Ltda. ("Alpha Key") podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Ademais, podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes, e podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos.

A liquidação financeira e a conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido.

Este material é de propriedade da Alpha Key, sendo vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem sua autorização expressa prévia. A Alpha Key não se responsabiliza por erros de avaliação ou omissões, nem pela publicação acidental de informações incorretas.