

*“Se eu estivesse saindo da escola hoje e tivesse US\$ 10.000 para investir, provavelmente focaria em empresas menores porque estaria trabalhando com valores menores e haveria mais chances de algo passar despercebido nessa área.” – Warren Buffett<sup>1</sup>*

Nesta carta, iremos abordar um dos pilares da nossa estratégia fundamentalista de investimento: foco em empresas de menor capitalização de mercado – *small e mid caps*. Descreveremos o racional que acreditamos justificar esse pilar e como ele pode gerar melhores retornos a longo prazo, exemplificando através de um estudo da indústria de bancos e uma discussão sobre a nossa tese de investimentos em Banco ABC. Por fim, iremos comentar a performance semestral do fundo.

O objetivo primordial de uma gestora *long only* é bem definido: gerar valor sustentável a seus cotistas através de investimentos em empresas listadas. Entendemos que existem diversos caminhos viáveis para se atingir o mesmo fim, mas que todos eles envolvem um conceito principal: a presença de algum tipo de *edge* ou vantagem competitiva na análise.

Buscamos as melhores oportunidades de investimento no mercado brasileiro estejam elas posicionadas em qualquer nicho dentro de nosso círculo de competência. O histórico da nossa carteira reflete bem essa estratégia, uma vez que transitamos nos mais diversos setores econômicos e não temos restrições para investir em empresas maiores, quando entendemos que há valor intrínseco a ser capturado. Entretanto, como se pode notar, a carteira do Organon<sup>2</sup> tem uma maior concentração em empresas consideradas *small e mid caps*. Essa alocação é consequência natural da seguinte visão que nos guia: empresas de menor capitalização costumam apresentar, em média, discrepâncias maiores entre o seu valor justo e o preço que suas ações são negociadas, propiciando um bom potencial de valorização em conjunto com uma margem de segurança adequada.

Acreditamos que os princípios econômicos de oferta e demanda, regentes para cotações da bolsa são fundamentais para explicar a assimetria encontrada em tais ações. Alguns dos contribuidores para esse fenômeno são:

- **Custo-benefício de grandes fundos:** um ativo vai custar tempo relevante de um analista diligente para ser compreendido a ponto de possibilitar um investimento fundamentado, além do tempo necessário para manter a cobertura. Caso esse investimento não seja suficientemente relevante no contexto da carteira, mesmo um bom desempenho do ativo não contribuirá para o fundo ao ponto de compensar o tempo gasto pelo analista.
- **Desconto de liquidez:** a liquidez tem um preço no mercado. Ativos mais líquidos negociam com um prêmio implícito em relação aos ativos com menos liquidez.
- **Sell-sides possuem menor demanda:** analistas *sell-side*, responsáveis pela cobertura de empresas listadas e recomendações de ativos para investidores, costumam dar menos atenção às empresas de menor capitalização, uma vez que *sell-sides* trabalham sob demanda

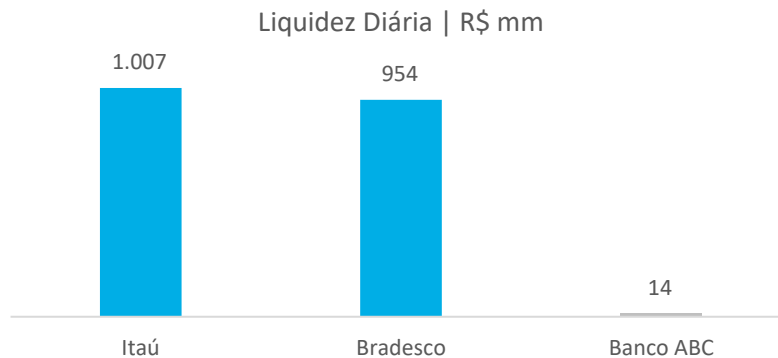
---

<sup>1</sup> Berkshire Hathaway Inc. *Shareholder Meeting* (1999) | “If I were getting out of school today and I had US\$10,000 to invest, I probably would focus on smaller companies because I would be working with smaller sums and there’s more chance that something is overlooked in that arena.”

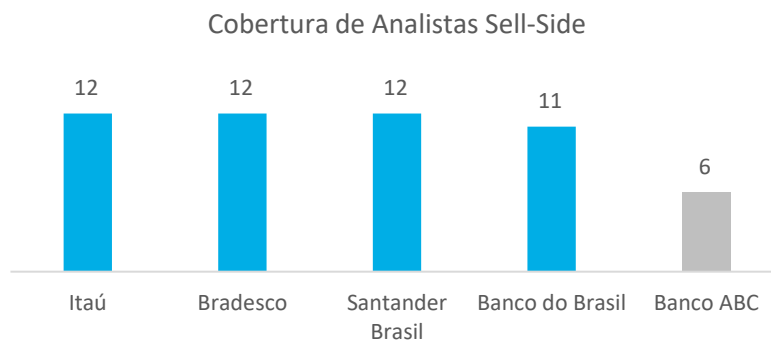
<sup>2</sup> Organon Master FIA

de investidores, que demandam menos tais ativos. Além disso, empresas menores costumam ser menos ativas no mercado de capitais, outra fonte de demanda por parte de *sell-sides*.

- **Finanças comportamentais:** como investidores, analistas e a mídia não costumam estar familiarizados com esses ativos e nichos setoriais. As heurísticas, como a de disponibilidade<sup>3</sup>, contribuem para que eles permaneçam fora do radar de investidores, uma vez que empresas menores não costumam ser bem representadas na mídia e no dia a dia.



Fonte: Bloomberg, B3.



Fonte: JP Morgan, Goldman Sachs, Credit Suisse, Morgan Stanley, BB UBS, Merrill Lynch, Citi, Barclays, HSBC, Itaú BBA, Bradesco BBI, Santander, BTG Pactual, Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, ABC.

## Indústria Bancária

Nessa seção, vamos expor a dinâmica microeconômica da indústria bancária, comparando os grandes bancos varejistas com os bancos médios de crédito corporativo de atacado. Complementaremos a análise com seus múltiplos de negociação e o desempenho operacional de cada segmento.

### Dinâmica Microeconômica de Bancos Incumbentes

Analisando o contexto histórico do setor, os atuais competidores que formam o oligopólio bancário foram vencedores em momentos de instabilidade econômica e consolidaram uma indústria em que

<sup>3</sup> Fenômeno mental no qual, diante da necessidade de tomar uma decisão de relativa complexidade, o ser humano se apoia em eventos passados de seu repertório pessoal para julgar uma coisa, pessoa ou situação.

vários competidores vieram à falência. Porém, acreditamos que o desempenho futuro será mais desafiador, algo que fica claro ao observarmos a atual dinâmica competitiva do setor.

**Excelente desempenho histórico:** a escala foi uma vantagem competitiva que contribuiu preponderantemente para o sucesso do atual oligopólio, uma vez que bancos incumbentes: i) captavam mais barato com depósitos à vista e poupança do varejo; ii) possuíam milhares de agências para distribuição de produtos; iii) diluíam despesas fixas e de capital entre as suas dezenas de milhões de clientes; e iv) desenvolveram novos negócios que possuíam sinergias com a operação bancária varejista, tais como operações de *bancassurance* (operação de seguros com vendas via balcão bancário), *corporate & investment banking*, *adquirência*, corretoras de investimentos, consórcios e outros.

**Reflexo atual desse track record:** esse cenário ajudou na formação dos atuais bancos múltiplos com trilhões de ativos e que dominam o setor bancário e não bancário, com destaque para: i) crédito, em que incumbentes possuem 77% do crédito nacional<sup>4</sup>; ii) *adquirência*, na qual possuem 63% do volume total de pagamentos<sup>5</sup>; iii) seguros, que mais de um terço do prêmio ganho no Brasil vai para as principais instituições<sup>6</sup>; e iv) investimentos, nos quais as corretoras dos bancos também são líderes com mais de R\$ 6 trilhões em ativos sob gestão e custódia<sup>7</sup>.

**Razão – barreiras de entrada:** até o início da década passada, tais fortalezas advindas da escala inviabilizavam a entrada de novos *players* no mercado, como exemplificado pelos inúmeros estrangeiros que deixaram o Brasil e venderam ou encerraram suas operações não lucrativas.

**Disrupção tecnológica:** acreditamos que os ganhos de escala que serviram como obstáculo tenham diminuído com o avanço da tecnologia e regulação pró-competição no setor, uma vez que novos entrantes, através de aplicativos de celular, se beneficiam de captação via varejo e distribuição nacional sem a necessidade de despesas fixas e de capital que uma rede de agências exigiria. Além disso, são mais eficientes, já que conseguem realizar tais atividades com maior agilidade e menor gasto, visto que *fintechs* costumeiramente são nativas digitais e não possuem sistemas legados.

**Consequências:** o resultado da competição já é percebido atualmente nas receitas e despesas, porém parte da disrupção ainda está por vir. A desaceleração da receita de serviços e o aumento dos custos de captação já são exemplos evidentes da competição com *neobanks* e corretoras independentes. Porém, ainda existe uma camada adicional de dificuldades com a receita de juros, uma vez que o *open banking* deve aumentar a competição no crédito ao varejo, que é modelável. Dado a pressão nas receitas, a necessidade de corte de despesas se torna crucial. Entretanto, a demissão de pessoas e o fechamento de agências é complexo devido, entre outros fatores, à estrutura de sindicatos fortes. Esse cenário torna mais desafiadora a projeção de retornos acima do custo de capital para os bancos incumbentes, premissa básica de quem extrapola o resultado histórico da indústria para o futuro e que justifica os preços acima do patrimônio líquido de tais instituições.

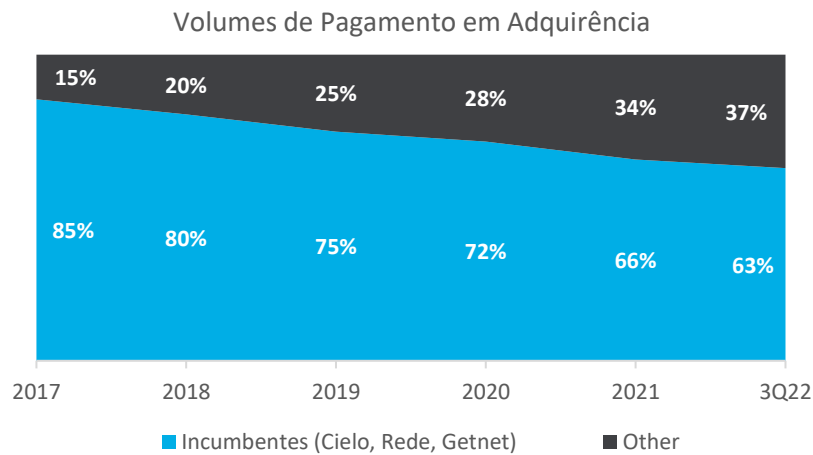
---

<sup>4</sup> Fonte: BACEN, Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, Caixa.

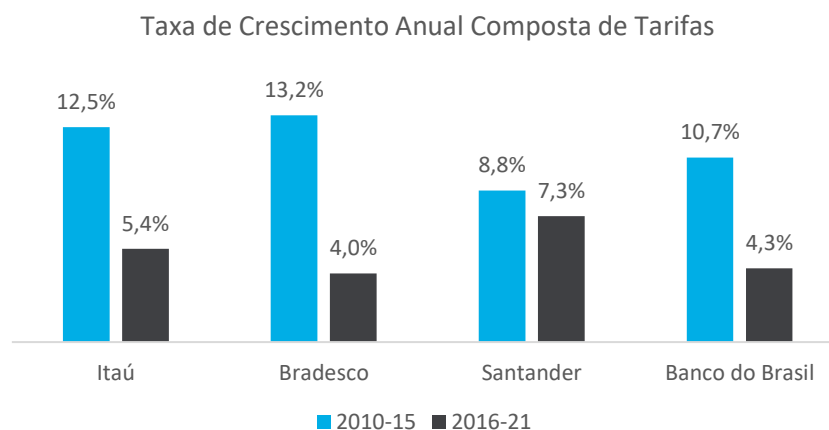
<sup>5</sup> Fonte: ABECs, Cielo, Rede/Itaú, Getnet, PagSeguro, Stone, Vero.

<sup>6</sup> Fonte: SUSEP.

<sup>7</sup> Fonte: ANBIMA, FenaPrevi, SUSEP, Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, Caixa.



Fonte: ABECS, Cielo, Rede, Getnet.



Fonte: Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil.

## Dinâmica Microeconômica de Bancos Médios

Na indústria de bancos médios focados em crédito corporativo, a dinâmica microeconômica é de um melhor ambiente competitivo.

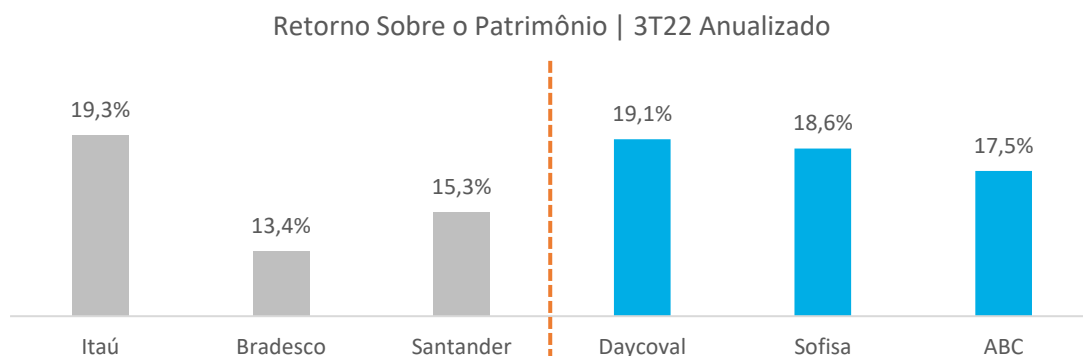
**Menor nível de disrupção tecnológica e competitiva:** fintechs funcionam bem em indústrias em que produtos são de prateleira, massificados. Bancos médios de crédito corporativo possuem produtos feitos sob medida, como crédito corporativo que necessita de comitê de crédito para ser aprovado. Além disso, tais instituições são bancos de relacionamento e não transacionais; relacionamentos do banqueiro, *brokers*, tesoureiros e outros profissionais do banco são relevantes na fidelização dos clientes.

**Regulatório e legislativo pressionam menos:** alguns pontos prejudicam a indústria como um todo, como os rotineiros aumentos na alíquota da CSLL. Porém, as principais iniciativas regulatórias contra o setor possuem viés político com foco em produtos para indivíduos, tais como cheque especial e cartão de crédito – áreas fora do crédito corporativo. Além disso, as novas iniciativas do Banco Central pressionam em maior grau os bancos varejistas, como: i) *open banking*, que incentiva mais a

competição em crédito modelável do que de comitê; ii) Pix, que pressiona mais as tarifas bancárias do varejo do que de clientes corporativos do atacado; e iii) *open insurance* e o resto do *open finance*, que atingem mais diretamente áreas de varejo como seguros e investimentos. Por fim, bancos médios possuem requerimentos prudenciais proporcionalmente menores devido ao menor risco sistêmico que representam.

**Bom momentum para o crédito corporativo:** parcialmente devido à rentabilidade aquém do esperado devido a queda de receitas de serviços, incumbentes estão diminuindo os subsídios cruzados e exigindo maior nível de rentabilidade no crédito corporativo. Esse fenômeno melhora o retorno da indústria e, concomitantemente, o retorno de bancos médios de crédito corporativo.

**Conclusão:** acreditamos que bancos médios de crédito corporativo estejam melhor posicionados tanto em termos de receitas, quanto em termos de despesa. As receitas são mais defendidas com crédito não modelável – difícil de ser capturado por fintechs e de ser pressionado pelo *open banking* – e receitas de serviço relacionadas ao atacado corporativo, tais como *investment banking* e corretagem de seguros. Já do lado das despesas, o *cost of funding* de bancos médios já é acima da taxa SELIC, com menos espaço para piora do que o baixo *cost of funding* dos incumbentes. Além disso, o número de pessoas e agências em tais instituições já é limitado e eficiente, ao contrário de bancos incumbentes que devem buscar por eficiência e reduzir suas estruturas, liberando espaço para competidores.



Fonte: Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, Daycoval, Sofisa, ABC.<sup>8</sup>

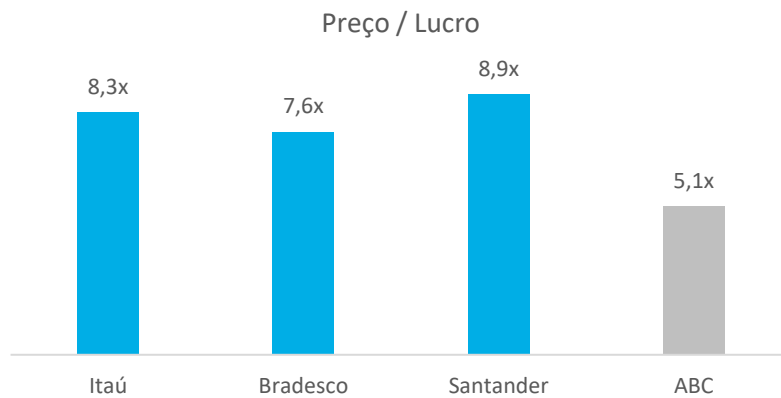
## Assimetria

Apesar de enxergarmos um ambiente mais favorável aos bancos médios de crédito corporativo, os grandes bancos são negociados em patamares superiores quando comparados aos seus pares menores. Isso nos leva a crer que existe uma assimetria favorável em bancos médios numa perspectiva de investimento. Se levarmos em conta os dados do terceiro trimestre para análise:

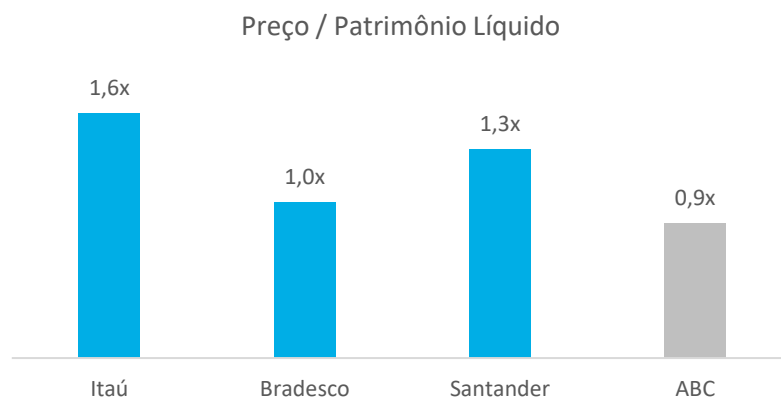
- **Preço/Valor Patrimonial:** incumbentes privados negociam com prêmio ao último valor patrimonial reportado, enquanto o ABC, como exemplo, negocia a 13,0% de desconto. Ou seja, bancos médios negociam a desconto de incumbentes.
- **Preço/Lucro:** incumbentes negociam em média 8,2x o lucro anualizado do último trimestre, enquanto ABC negocia a 5,0x.

<sup>8</sup> Fórmula: lucro anualizado do terceiro trimestre de 2022 dividido pelos patrimônios do terceiro e segundo trimestres de 2022. Contabilidade em BR GAAP.

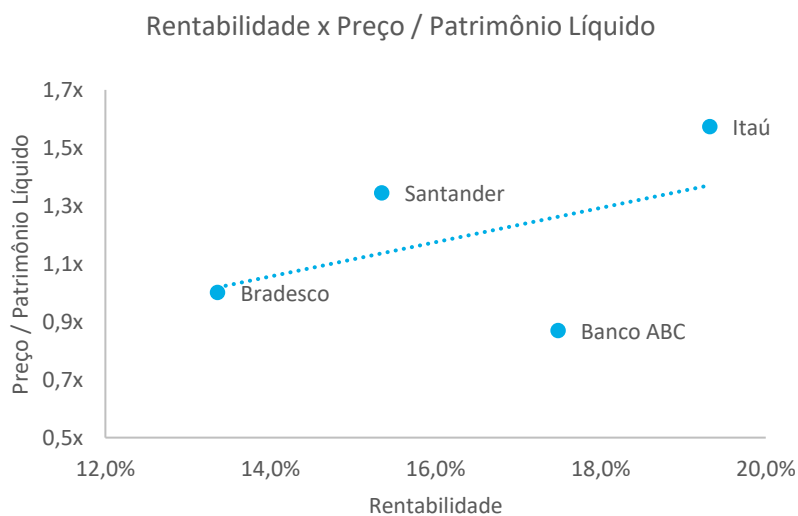
- **Rentabilidade:** retorno sob patrimônio líquido médio de bancos incumbentes no último trimestre foi de 16,0%, enquanto bancos médios apresentaram 18,4% em média.



Fonte: Bloomberg, CVM, Itaú, Bradesco, Santander, ABC.



Fonte: Bloomberg, CVM, Itaú, Bradesco, Santander, ABC.



Fonte: Bloomberg, CVM, Itaú, Bradesco, Santander, ABC.

## Case de Investimento – Banco ABC

---

Iniciamos o investimento no Banco ABC em setembro de 2020. Desde então, a ação se valorizou em 86,0%<sup>9</sup> e contribuiu com 7,0% para o retorno do fundo – e, mesmo com toda essa performance histórica positiva, ainda consideramos o banco um investimento atrativo.

O Banco ABC é um clássico investimento em valor, com *asset value* e *earnings power value* bem acima do preço pelo qual é negociado, pagando-se pouco pelo longo prazo e perpetuidade. Conseguimos nos expor ao banco em um momento de inflexão de resultados que acreditamos não ter sido mapeado pelo mercado.

### **Clássico Investimento em Valor com Bom Desconto ao *Asset Value***

Quando investimos no banco, a ação negociava com aproximadamente 35,0% de desconto a seu valor patrimonial. No entanto, acreditávamos que seu *asset value* deveria ser ainda maior do que o valor patrimonial, uma vez que o *replacement cost* de um banco como o ABC necessitaria, entre outros pontos, de provisões, formação de carteira, investimentos despesados em tecnologia e treinamento.

Levando em consideração o nosso preço médio de R\$ 10,72 por ação (difere da cotação atual de R\$ 19,96), que considera proventos ganhos, representa um desconto de 53% ao último valor patrimonial por ação reportado.

A rentabilidade que o banco possui sobre seu patrimônio líquido, para efeitos de *dividend yield*, é potencializada pelo preço descontado em relação ao patrimônio quando investimos. Assim sendo, se considerarmos nosso preço médio de R\$ 10,72, os 37% do lucro do último trimestre distribuídos em proventos pelo banco representariam um *dividend yield* anualizado de 13,5%.

### **Alto *Earnings Power* e em Ponto de Inflexão**

*“Prosperidade traz expansão na originação de crédito, que leva a originação imprudente, que leva a grandes prejuízos, que fazem os credores pararem de emprestar, o que acaba com a prosperidade e assim por diante.” – Howard Marks<sup>10</sup>*

O setor bancário é cíclico e o Banco ABC compartilha dessa mesma característica. Entre 2010 e 2019, período extenso para normalização de resultados, o banco foi capaz de entregar um retorno sobre patrimônio líquido de 15%. Porém, especificamente quando iniciamos nosso investimento, acreditávamos que alguns fatores contribuíam para que a rentabilidade do banco estivesse anormalmente baixa: i) alto nível de provisionamento causado pela pandemia; ii) baixa remuneração advinda da taxa básica de juros em 2,0%, que influencia o retorno de bilhões em títulos que o banco possui; iii) limitação temporária do pagamento de juros sobre o capital próprio imposto pelo Conselho

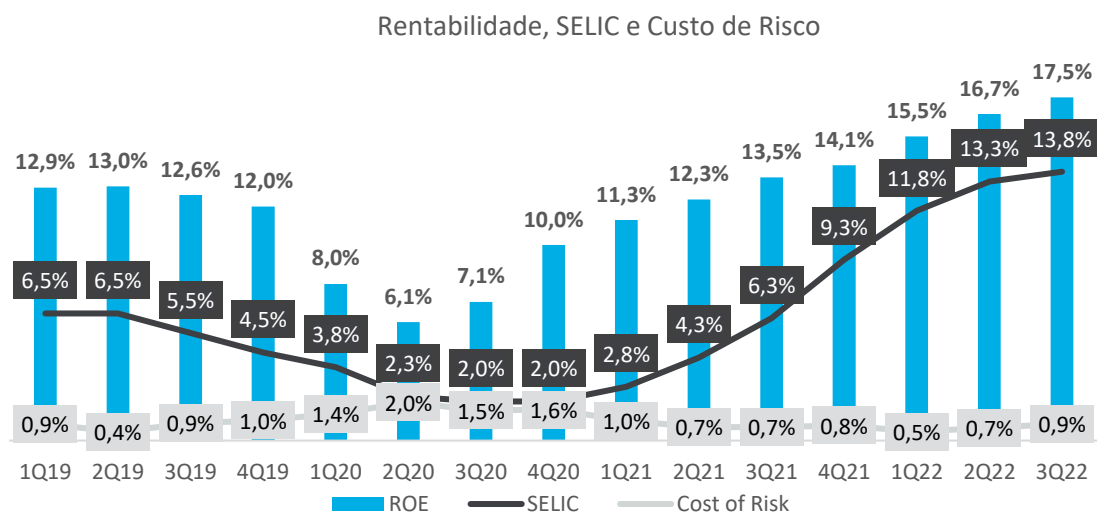
---

<sup>9</sup> Considera o preço médio de aquisição ajustado por dividendos

<sup>10</sup> Mastering the Market Cycle (p. 143) | “Prosperity brings expanded lending, which leads to unwise lending, which produces large losses, which makes lenders stop lending, which ends prosperity, and on and on.”

Monetário Nacional (CMN), o que aumentou a alíquota de impostos efetiva do banco; e iv) aumento da contribuição social dos bancos, o que também prejudicou a sua rentabilidade.

Após o nosso investimento, o retorno sobre patrimônio do banco subiu sequencialmente devido, entre outros fatores, à redução de provisões, alta dos juros, melhora do mix da carteira de crédito e retomada dos volumes de serviços. Note que, caso essa situação ocorresse nos pares mais cobertos pelos analistas, o mercado provavelmente teria notado o ponto de inflexão, o que dificultaria nossa capacidade de aproveitar tal oportunidade de investimento.



Fonte: Banco Central do Brasil, ABC.

## Ativo de Qualidade

Acreditamos que o desconto do Banco ABC em relação a seus pares não condiz com a sua qualidade. Os principais pontos que reforçam nossa visão são: i) iniciativas que podem resultar em um aumento estrutural de rentabilidade; ii) qualidade dos gestores que possuem histórico de excelência e boa reputação na indústria; e iii) a capacidade de defesa operacional do banco devido à sua posição competitiva.

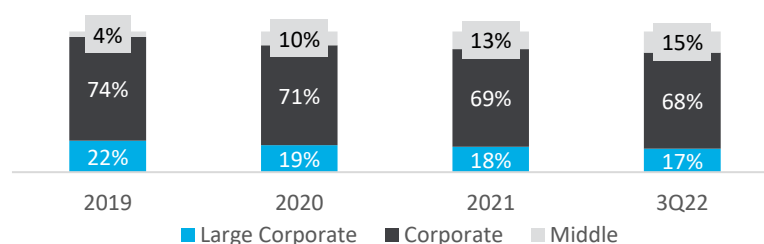
**Novas iniciativas:** não obstante os fundamentos históricos do Banco ABC apresentarem assimetria em relação aos pares incumbentes. Iniciativas promovidas na gestão de Anis Chacur (2010-20) e reforçadas na atual gestão de Sergio Lulia (2021-atualmente) estão melhorando estruturalmente a rentabilidade do banco, o que aumenta o seu *earnings power value*. Dentre as iniciativas, gostaríamos de destacar: i) o avanço ao segmento de crédito *middle market*; ii) o fortalecimento da área de *investment banking*; iii) a comercializadora de energia; e iv) a corretora de seguros.

- **Diversificação:** através do aumento no número de clientes e produtos, o banco vem diversificando suas receitas. Além do tradicional segmento de capital de giro para grandes empresas, a ideia é ter um maior número de clientes em diferentes nichos e com diversificação através de produtos menos intensivos em capital.



- **Middle Market Credit:** em 2019, o ABC, que servia clientes *corporate* (>R\$ 300 mi de faturamento), decidiu entrar no segmento *middle* (R\$ 30-300 mi de faturamento). Enxergamos essa iniciativa como uma forma do banco explorar seu *franchise value* em um segmento mais rentável de um negócio em que já possui experiência. Nossa estimativa é de que o *spread* cobrado de tais clientes seja aproximadamente 2x maior do que o crédito *corporate* (clientes cujo faturamento esteja entre R\$ 300 mi e R\$4 bi) e 4x maior do que o crédito de *large corporate* (clientes cujo faturamento esteja acima de R\$ 4 bi anualmente). Para exemplificarmos a rentabilidade do segmento, bancos como Daycoval e Sofisa, que possuem a maior parte da carteira em crédito para o *middle*, possuem retorno sobre patrimônio líquido de aproximadamente 19,0% em seus últimos resultados (vs. média de 16,0% de incumbentes e 17,5% do ABC). Cabe ressaltar, Sofisa consegue entregar 19,0% de ROE mesmo com baixa alavancagem; Basiléia<sup>11</sup> de Sofisa é de 14,6%.
- **Investment Banking:** a divisão de *investment banking* foi reestruturada na gestão de Chacur e passou a apresentar bons resultados. O destaque da divisão é a área de *Debt Capital Markets* (DCM), área que se beneficia da grande *expertise* do banco em crédito. Além disso, M&A e *Equity Capital Markets* (ECM) também contribuíram no período mais recente, com destaque para a última janela de IPOs. Antes da reestruturação, o Banco ABC não costumava sequer receber *request for proposals*<sup>12</sup> de empresas que buscavam acessar o mercado de capitais – em contrapartida com a atual situação, onde o banco ocupa a 9ª colocação entre os maiores distribuidores de renda fixa e híbridos<sup>13</sup>.
- **Comercializadora de energia e corretora de seguros:** outras duas iniciativas que passaram a contribuir com receitas de serviço foram a comercializadora de energia e a corretora de seguros, a partir de 2020 e 2021, respectivamente. Ambos os projetos se beneficiam do relacionamento que o banco possuía com seus clientes e também do expressivo aumento de capilaridade advindo do segmento *middle*.
- **Resultados:** com essas iniciativas, o banco está conseguindo: i) diminuir riscos, uma vez que vai estar mais diversificado; ii) aproveitar sinergias existentes entre as atividades e ganhar escala; iii) aumentar a rentabilidade estrutural do banco; e iv) reduzir a ciclicidade do negócio com diferentes linhas de atuação.

Quebra da Carteira de Crédito



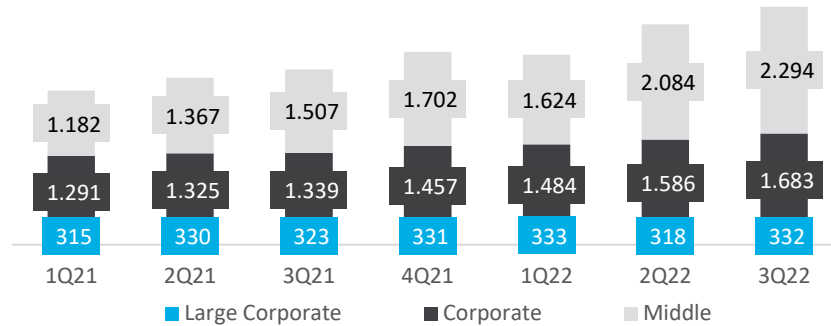
Fonte: ABC.

<sup>11</sup> Padrão internacional para medição da adequação de capital de instituições financeiras. Quanto maior, mais solvente.

<sup>12</sup> Documento onde empresas anunciam projetos de mercado de capitais e solicitam ofertas de bancos de investimento para a realização da tarefa.

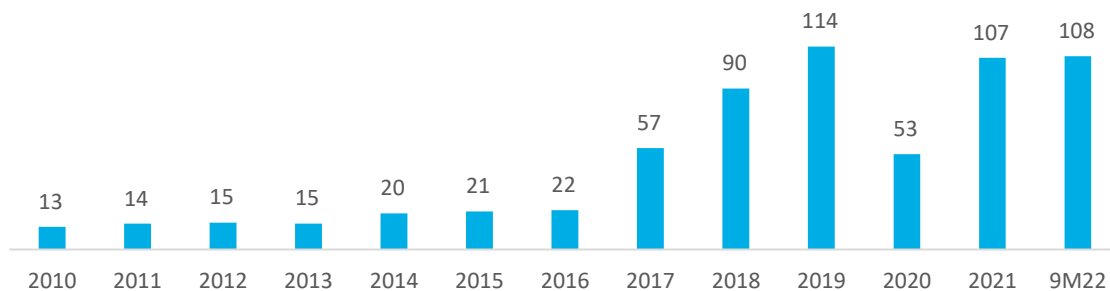
<sup>13</sup> Anbima. Ranking de Mercado de Capitais, Renda Fixa e Híbridos, acumulado de 2022 até novembro.

### Evolução do Número de Clientes



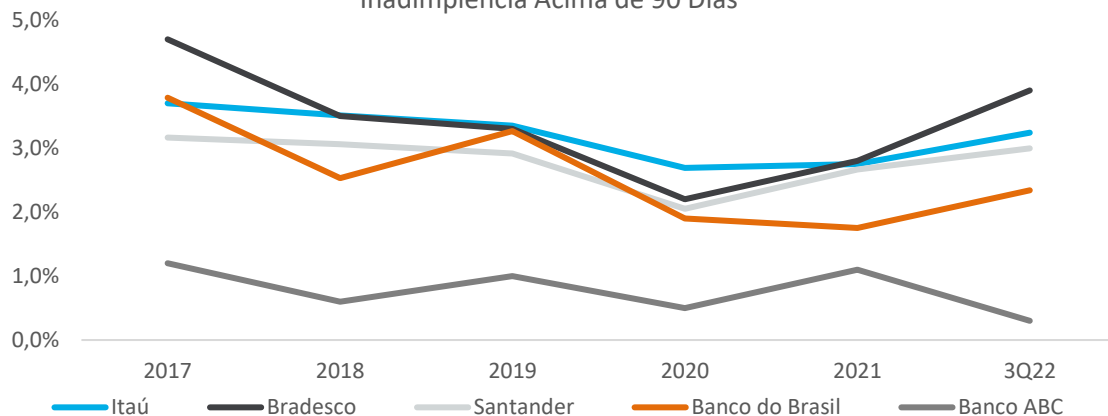
Fonte: ABC.

### Tarifas de Banco de Investimento | R\$ mm



Fonte: ABC.

### Inadimplência Acima de 90 Dias



Fonte: Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, ABC.

## Boas Pessoas

Nossa visão sobre as pessoas do Banco ABC é outra das principais razões pelas quais enxergamos qualidade no ativo. Através da *partnership* que possui 5,8% do banco, o Banco ABC conseguiu manter um time experiente, que trabalha junto há décadas e que também é capaz de formar e reter novos

talentos – o banco conseguiu manter o engajamento da equipe mesmo após listagem e mantendo um controlador estrangeiro, passos que foram necessários para obter escala na competitiva indústria bancária.

- **Retenção de talentos.** O ABC conseguiu manter executivos chaves ao longo do tempo, conforme evidenciado pela data de entrada do quadro atual de diretores: i) Chacur, Lulia, Nicolini e Laloni, respectivamente *deputy chairman*, CEO, *head* da tesouraria e *head* do IB, estão no banco desde 1991; ii) Borejo, CFO, se juntou ao banco em 2007; iii) Pasqualin, *head* de risco, entrou em 2011; iv) Sanchez, *head* de distribuição, se juntou ao time em 2013; e v) Mastroeni, COO, entrou em 2019. Dessa forma, o *deputy chairman* e os 7 principais executivos possuem em média 22 anos de experiência no ABC. Em um negócio no qual experiência e *know-how* são essenciais, retenção de talentos é um ponto chave que o ABC tem realizado com sucesso há mais de três décadas.
- **Formação de talentos.** Abaixo das diretorias, temos uma segunda camada de profissionais cuja experiência, tempo de casa e formação acadêmica demonstram a capacidade do banco em atrair e formar novos talentos. Como exemplo, podemos citar a tesouraria do banco cujo principal executivo, o já citado Nicolini, é graduado pelo IBMEC e está há 31 anos no banco, porém os dois principais subordinados são: i) Edgard Toledo, que comanda o ALM e está há 19 anos no ABC, é engenheiro pela Poli-USP e CFA *Charterholder*; e ii) Carlos Monaco, que comanda o *trading*, está há 17 anos no ABC e também é engenheiro pela Poli-USP e CFA *Charterholder*. Estes três executivos trabalham juntos na tesouraria do ABC há 15 anos consecutivos, desde 2007.
- **Atração de novos talentos.** E mesmo quando se trata de áreas em que o banco não possui *expertise* prévia, a capacidade do banco em atrair talentos é fundamental. Para comandar a divisão reestruturada de DCM, o ABC contratou dois executivos que possuem notória experiência em originar e distribuir crédito, Gustavo Bellon e Ricardo Rocha. Bellon possui carreira extensa no mercado financeiro desde 1997, foi quem criou o segmento de *middle* no Itaú BBA, maior banco de investimentos do Brasil, e está há 8 anos no ABC. Rocha, outro veterano da indústria, tendo iniciado sua carreira em 1993, também está há 8 anos no ABC e já passou por instituições como Bradesco e Santander.
- **Track record na originação de crédito.** O *know-how* do *management* em originar crédito fica claro se analisarmos um período longo da inadimplência do banco e compararmos com outras instituições financeiras, feita a ressalva da diferença de carteiras. O Banco ABC registrou uma média de inadimplência de 0,9% entre 2010 e 2020 vs. uma média de 3,7% dos bancos incumbentes. Além disso, é evidente o respeito do mercado perante os executivos de crédito do ABC, sendo comum instituições financeiras que iniciam no mercado de crédito tentarem contratar executivos do banco. Em um mercado em que a qualidade de crédito pode limitar o crescimento sustentável, ter executivos experientes e com bons relacionamentos é essencial. Alexandre Sinzato, *head* de análise de crédito, está no banco desde 2001, passou por diversas áreas dentro do banco e, academicamente, é engenheiro pela Poli-USP, pós-graduado em administração pela Fundação Getúlio Vargas e CFA *Charterholder*.
- **Alocação de capital:** Gestores aparentam ser conscientes na alocação de capital, se levarmos em consideração que: i) o crescimento do banco, que aumentou em quase 3x o patrimônio líquido desde 2010 para R\$ 5.1 bi, é virtualmente orgânico, característica que valorizamos em alocadores de capital; ii) não investiram em iniciativas que não se beneficiam do seu valor de franquia e cuja competição da indústria seja destrutiva, tais como aquisição; e iii) adotam postura engenhosa para preservar CapEx, tais como a iniciativa de utilização de correspondentes bancários via ABC Link, visando ampliar a abrangência geográfica da

instituição. O ABC Link possui uma estrutura de custos predominantemente variável, o que faz sentido estratégico para locais em que o banco não possui escala, uma vez que não seria economicamente viável manter uma estrutura própria.

## Operacionalmente Sólido

*“...bancos recebem depósitos que podem ser sacados a qualquer dia e os utilizam para fazer empréstimos hipotecários que não serão pagos por trinta anos. O que acontece se todos os depositantes exigirem seu dinheiro de volta no mesmo dia ruim (“uma corrida ao banco”)? Se não houver acesso ao mercado de crédito (e nenhum resgate pelo governo), esse banco pode falir.” – Howard Marks<sup>14</sup>*

Para finalizar os fundamentos de ABC, acreditamos que sua principal fortaleza seja o balanço robusto.

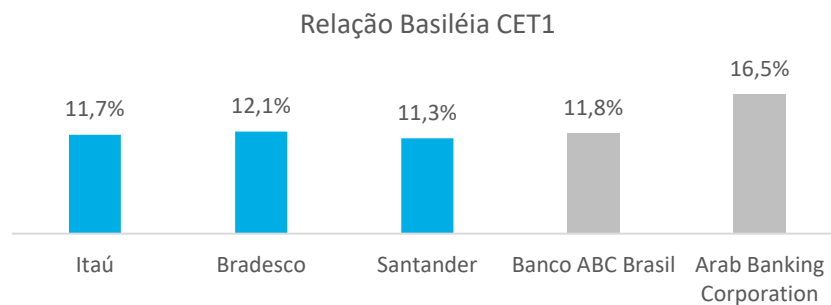
- **Excelente liquidez:** ao contrário de grandes bancos, que chegam a possuir ativos com prazo de 35 anos em empréstimos imobiliários e passivos de liquidez diária em poupança, o ABC consegue equilibrar seus ativos e passivos através da diretoria de ALM. Até o terceiro trimestre de 2022, o ABC possuía um *gap* positivo de liquidez de ativos em relação aos passivos de: i) R\$ 10,4 bi de 1-30 dias; ii) R\$ 8,5 bi de 31-180 dias; iii) R\$ 6,1 bi de 181-360 dias; iv) R\$4,6 bi de 1-3 anos; v) R\$ 5,6 bi de 4-5 anos; e vi) R\$ 4,9 bi em mais de 5 anos.
- **Funding diversificado e de qualidade:** embora tenha uma *funding* alongado, o ABC ainda diversifica bem sua base de investidores e títulos de captação: i) 31% institucional; ii) 15% de investidores corporativos; iii) 14% de pessoas físicas; iv) 12% de *trade finance*; v) 11% de recursos próprios; e vi) 17% de agências multilaterais, BNDES, dívidas subordinadas e perpétua. Os contratos com agências multilaterais, 9% do *funding*, representam bom selo de qualidade para a captação do banco devido ao nível de exigências para obtenção dos recursos. Apesar desse quadro representar um sacrifício de rentabilidade via excesso de conservadorismo, dado que a captação poderia ser menos custosa via distribuição em plataformas, ter *funding* mais alongado, diversificado e de maior qualidade garante maior robustez de balanço. Por fim, apesar de acreditarmos que o saldo final ainda é negativo para rentabilidade, o balanço do ABC garante compensação parcial da rentabilidade via menor custo de captação institucional.
- **Solvência:** além do fato de que o próprio ABC possui um índice de Basileia CET1 de 11,8%, patrimônio de referência bem acima dos 8,0% requeridos pelo Banco Central, o Arab Banking Corporation (controlador do banco) possui um índice de capital nível I ainda maior de 16,5%, dando conforto a investidores como possível backup de capital.
- **Índice de cobertura:** no último trimestre reportado, o ABC possuía reservas de provisões equivalentes a 6,7x o saldo de inadimplência atual da carteira do banco. Tudo mais constante, mesmo se a inadimplência triplicasse e atingisse um patamar de 1,0%, a cobertura ainda seria de aproximadamente 230%, o que consideramos saudável, especialmente para a indústria de crédito corporativo, que apresenta menor inadimplência e volatilidade históricas. Esse cenário

---

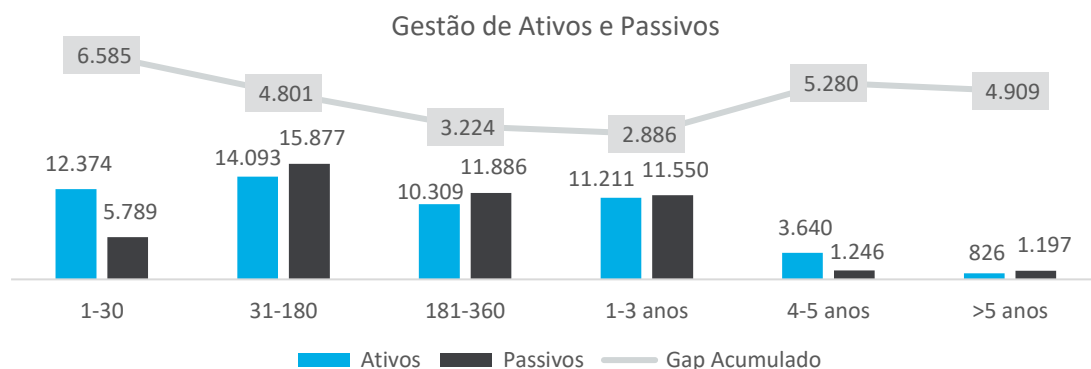
<sup>14</sup> Mastering the Market Cycle (p. 140) | “... the bank that takes deposits that can be withdrawn any day and uses them to make mortgage loans that won’t be repaid for thirty years. What happens if all the depositors demand their money back on the same bad day (“a run o the bank”)? If there’s no access to the credit market (and no government bailout), that bank may fail.”

ainda desconsidera a inadimplência do *middle* que seria coberta pelo programa do FGI (BNDES).

- **Colateral onde mais importa:** o ABC seletivamente busca um maior volume de colaterais para as carteiras mais arriscadas, com destaque para o *middle*. Mais de metade da carteira desse segmento é colateralizada através de FGI, duplicatas, imóveis e outros títulos e ativos. Tal prática contribui para uma menor inadimplência e um maior índice de recuperação.
- **Credit Rating:** o histórico e a reputação do ABC, combinado com suas robustas métricas de liquidez, solvência, cobertura, colateral, inadimplência e diversificação de *funding*, entre outros, fazem do banco uma das instituições financeiras brasileiras melhor avaliadas por agências de *rating*. O *rating* do ABC é igual ao do próprio país, comparável ao dos maiores bancos privados nacionais, superior ao do próprio incumbente Banco do Brasil e materialmente melhor do que o de bancos pares de crédito corporativo. Outro fator positivo a se considerar é que seu controlador, o Arab Banking Corporation, possui *rating* melhor do que o do próprio Brasil e, concomitantemente, melhor do que o de qualquer uma das instituições financeiras mencionadas.
- **Boa captação:** todos os fatores anteriores, alinhados com o relacionamento de longo prazo que o ABC possui com investidores, contribuem para uma captação de longo prazo competitiva, mesmo quando comparada a bancos significativamente maiores - ressaltando que custo de captação é uma importante barreira de entrada da indústria.



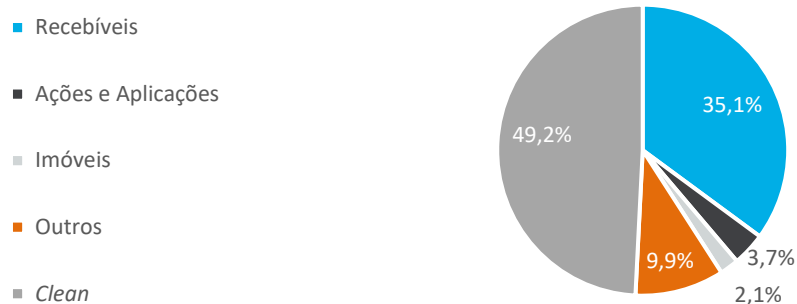
Fonte: Itaú, Bradesco, Santander, ABC, ABC. <sup>15</sup>



Fonte: ABC.

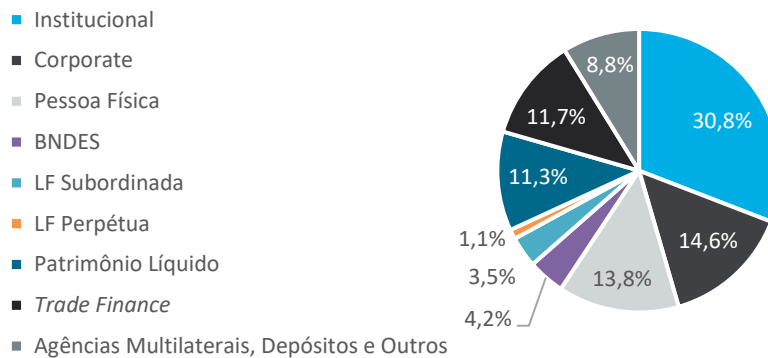
<sup>15</sup> No caso do Arab Banking Corporation, foi utilizado o *Tier I Capital* (considera demais instrumentos subordinados sem maturidade fixa – ex.: ações preferenciais não resgatáveis e outros instrumentos híbridos) – demais números são referentes ao CET1 (considera apenas ações ordinárias e lucros retidos).

### Colateral da Carteira *Middle*



Fonte: ABC.

### Distribuição da Captação



Fonte: ABC.

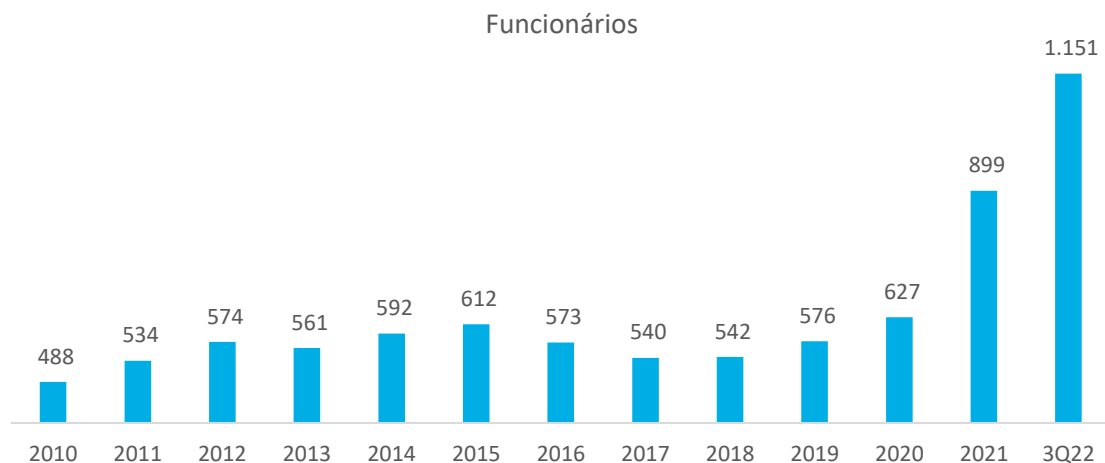
## Investimento

Continuamos posicionados no banco apesar da boa performance da ação desde o nosso investimento inicial. Mesmo se considerarmos o preço atual, o banco ainda negocia a: i) 13,0% de desconto a patrimônio líquido; ii) apenas 5,0x seu lucro anualizado do último trimestre; iii) 7,3% de *dividend yield*, mesmo com um baixo *payout* de 37%; e iv) tudo isso com expectativa de resultados ainda melhores em 2023, suportada pelos seguintes fatores:

- **Política monetária:** expectativa de mercado é de uma taxa SELIC média maior em 2023 do que 2022, o que resultará em uma melhor remuneração dos títulos que o banco possui.
- **Carteira *middle*:** o ABC encerrou o terceiro trimestre de 2022 com a carteira *middle* atingindo quase R\$ 4 bi e representando 15,0% do portfólio (vs. R\$ 2,9 bi e 12,5% da carteira em 2021).
- **Excesso de cobertura:** embora esperemos um aumento de inadimplência e uma contínua provisão prospectiva por parte da conservadora gestão do banco, acreditamos que o custo de crédito pode pesar menos em relação ao tamanho total da rentabilidade em 2023.
- **Iniciativas:** além do *middle*, podemos citar outras iniciativas que devem acelerar o processo de maturação: i) *investment banking* já está com um time de 6 pessoas em DCM e outras 5 para a distribuição; ii) corretora de seguros já está aumentando sua penetração e nossa

estimativa é de que já esteja gerando milhões em receita; iii) a tesouraria está performando bem a iniciativa da comercializadora de energia; e iv) a operação de recuperação de crédito deve ganhar corpo.

- **Alavancagem operacional e eficiência:** durante os 9 meses de 2022, o banco contratou 252 pessoas para áreas como vendas e tecnologia, o que representa 28% da força original do banco no início do ano. Tais contratações, combinadas com o alto investimento em tecnologia despesado, fazem com que o resultado contábil de 2022 seja prejudicado. Dito isso, 2023 deveria ser um ano em que as despesas cresçam menos e tais profissionais, atingindo maior produtividade, comecem a gerar mais receitas. A consequência disso é de uma possível melhora no índice de eficiência do banco, que piorou em média 4 pontos percentuais nos 9 primeiros meses de 2022.



Fonte: ABC.

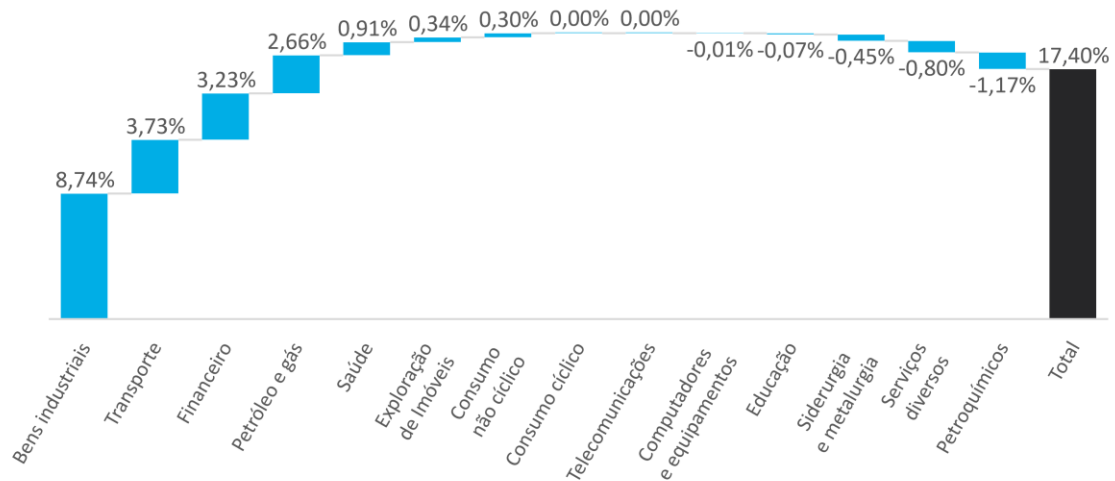
Posto isso, gostamos da exposição ao banco, que continua crescendo, criando valor, ganhando alavancagem operacional e ainda assim continua distribuindo bons dividendos aos seus acionistas.

## Desempenho Semestral

---

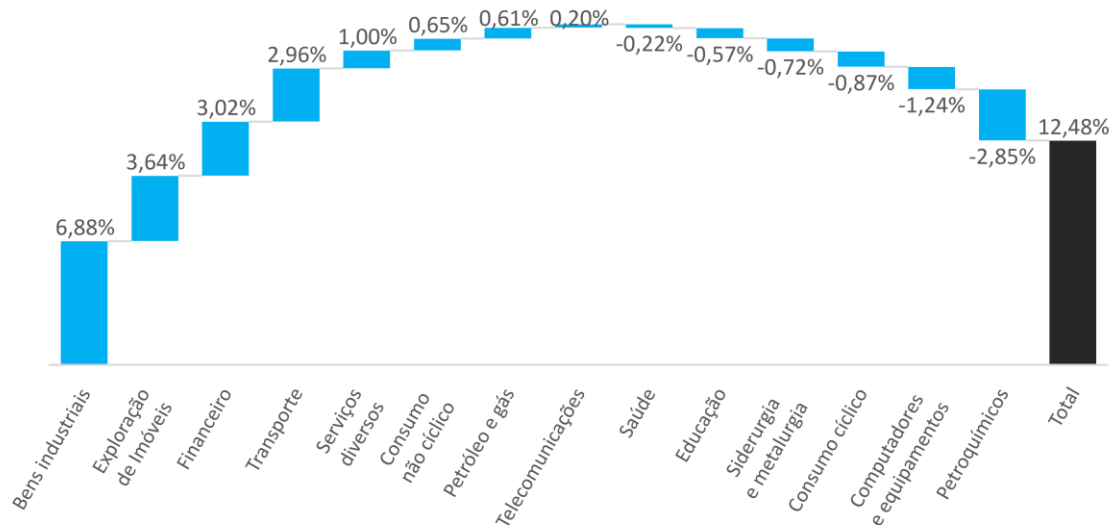
Neste segundo semestre de 2022 obtivemos um retorno de 17,4%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de 11,7%, índice Bovespa Small Cap de 5,8% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 2,7%. No gráfico abaixo demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Esse desempenho foi calculado líquido das taxas de administração e performance, que foram distribuídas proporcionalmente aos ativos.

Atribuição de performance por setor econômico - 2S 2022



No acumulado do ano de 2022, obtivemos um retorno de 12,5%. O índice Bovespa teve uma variação de 4,7%, o índice Bovespa Small Cap de -15,1% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 11,0%.

Atribuição de performance por setor econômico - 2022



Durante o último semestre, não houve maturação de teses do portfólio e, conseqüentemente, não realizamos nenhum novo desinvestimento.

Ao final do ano de 2022 nosso portfólio contava com posições em 16 empresas e as 10 maiores posições representavam 82% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.



O segundo semestre do 2022 continuou sendo marcado por um cenário mundial e doméstico bastante complexo, relacionado às questões geopolíticas, às mudanças na dinâmica de juros e inflação nas mais diversas economias e a incertezas de cunho político no Brasil.

Dado um cenário macroeconômico mais desafiador e a permanência de incertezas no campo das políticas públicas nacionais, optamos por adotar uma postura cautelosa em nossas projeções, prezando sempre por uma margem de segurança adequada em qualquer um dos nossos investimentos.

Mesmo com a volatilidade inerente ao curto prazo, continuamos otimistas nas perspectivas de longo prazo das empresas que já fazem parte do portfólio do fundo, assim como nos mantemos prospectando novas oportunidades de investimento que tendem a surgir em momentos de maior estresse de mercado. Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

**Equipe de gestão da Organon Capital**

São Paulo, 20 de janeiro de 2023