



S K O P O S  
**BLUE BIRDS**  
TOP PIX FIA

Carta Mensal

Fevereiro 2025

## Prezados investidores,

Em fevereiro, o fundo apresentou uma rentabilidade negativa de 5,80%, contra um resultado negativo de 2,64% do Ibovespa. A maior parte do impacto negativo do período derivou das posições em Klabin, Suzano, Porto Seguro, Vulcabras e Iochpe Maxion. As únicas contribuições positivas foram Eletrobras e Grupo Ultra.

### Movimentações:

Ao longo do mês aumentamos nossa posição em Suzano para próximo de 15% do fundo, dado que a empresa, por motivos que nos parecem técnicos, sofreu. Por mais que sejamos capazes de entender movimentos técnicos, não deixamos de achar curioso a forma pela qual eles ocorrem, principalmente nesse caso em específico. De fato, 2024 terminou de maneira conturbada, com intervenções cambiais em níveis recordes, uma depreciação cambial cavalgar, altas nos juros e queda da bolsa, de forma que os níveis de preço de fato ficaram atrativos e propiciaram uma reversão da tendência vista em dezembro.

Por outro lado, enxergamos o movimento relacionado com as eleições, que também propiciou um movimento de *risk on*, muito prematuro. Nesse movimento, empresas de fundamentos questionáveis tiveram performances bastante positivas, enquanto outras, como a Suzano, que entregou um resultado absolutamente impecável e que tende a gerar uma quantidade enorme de caixa mesmo em níveis de preço de celulose abaixo de USD600/t, sofreram.

De fato, tão rápido quanto o mercado pode ter seu humor negativamente afetado por um ou mais eventos, ele pode ficar extremamente otimista – seja por motivos dignos, seja por motivos torpes. Enxergamos o atual movimento como mais um balanço no espectro de humor do mercado e aproveitamos para aumentar nossa posição em uma empresa cuja nossa convicção se torna cada dia maior, negociando abaixo de 5 vezes EV/EBITDA esperado para 2025.

Anexamos ao final um trecho da divulgação de resultados de 1987 da Berkshire Hathaway, escrita por Warren Buffett, onde ele discorre sobre o humor e as atitudes do mercado, fazendo referência à famosa analogia do “Sr. Mercado”, proposta por Benjamin Graham. Essa é uma das (muitas) lições atemporais, tanto de Buffett quanto de Graham, que nos ajudam a entender melhor as flutuações do mercado e a forma como devemos encarar os investimentos em empresas. Dados os movimentos

recentes, principalmente de Suzano, achamos que o trecho é bastante ilustrativo e, ao longo dos anos, talvez o que mais nos dê prazer em revisitar. Para preservar a mensagem intacta, manteremos o trecho em inglês, o idioma original em que ela foi escrita. Esperamos que os leitores apreciem o conteúdo.

\*\*\*

Ao longo dos últimos 2 meses montamos uma posição de aproximadamente 2% do fundo em Equatorial. A empresa, que conta com um time de gestão extremamente capacitado, alinhado com a agenda de criação de valor e com notório histórico de alocação de capital, também é uma excelente operadora, sendo *benchmark* na realização de *turnarounds* de concessões complexas.

Do ponto de vista de alocação de capital, dentre diversos exemplos, destacamos a recente aquisição da participação de 15% da Sabesp, assumindo o papel de acionista de referência. A aquisição foi feita a R\$67/ação, abaixo de 0,8x EV/RAB e a uma taxa interna de retorno real de 2 dígitos. Com um novo time de gestão, indicado, sobretudo, pela Equatorial, esperamos importantes ganhos de eficiência em OPEX e CAPEX, bem como já vemos muitos avanços nas renegociações de contratos com descontos.

Do ponto de vista de crescimento futuro, apesar de ter uma alavancagem elevada, perto de 4x, acreditamos que a Equatorial deva participar dos leilões de concessão de saneamento no Pará. Dos 4 blocos leiloados, a menor TIR real, de acordo com as premissas do governo, é de 12,2%, podendo subir para 13,9% considerando que seja concedido o benefício do SUDAM. Para tanto, esperamos que a Equatorial monetize seus ativos de transmissão que, apesar de bons geradores de caixa, já não oferecem mais perspectivas de crescimento.

Enxergamos então, em Equatorial, não apenas uma empresa de alta qualidade, defensiva e com proteção contra a inflação, mas também uma empresa de crescimento a taxas de retorno muito atrativas. Dada a alta dos juros reais e o elevado *duration* de seus fluxos de caixa, a empresa sofreu, nos dando a oportunidade de adquirí-la a preços atrativos.

Hoje ela negocia a uma TIR real superior a 12%, um prêmio superior a 4 pontos percentuais para a NTN-B de 10 anos. De fato, em nosso portfólio, encontramos TIRs reais superiores a esse patamar, sendo algumas delas superiores a 15%, mas dada a qualidade da empresa em questão, achamos esse um patamar bastante convidativo de preço, ainda mais para uma posição, por enquanto, pouco relevante.

Sabemos muito bem que excelentes empresas dificilmente negociam a excelentes preços (por mais que tenhamos alguns desses raros exemplares em nosso portfólio) e que, na maior parte do tempo, elas estão bem precificadas ou sobrevalorizadas. Nesse caso, porém, encontramos uma excelente empresa a um bom preço e nos contentamos com isso.

### Eletrobras:

No último dia de fevereiro a Eletrobras revelou os termos do acordo de conciliação entre a empresa e o governo federal. O acordo, para que passe a valer de fato, precisa ser aprovado pelo STF e pelos acionistas da Eletrobras, mas esse foi um acontecimento muito bem-vindo, uma evolução importante no processo, e com decisões que nos parecem bastante favoráveis à empresa.

Segundo os termos do acordo, o governo poderá indicar 3 dos 10 membros do conselho de administração, bem como 1 dos 5 membros do conselho fiscal. Mesmo detendo 30% de participação na empresa, segue a regra que limita a influência do acionista em até 10% do capital votante - uma enorme vitória para a empresa e para o país em termos de segurança jurídica. (A bem da verdade, tal ponto não deveria nem ser questionado, mas dado que em nosso país até mesmo o passado é incerto, a confirmação é extremamente positiva).

Outro ponto importante foi a suspensão do acordo de investimento em Angra 3 e a rescisão do contrato se e quando houver deliberação determinando a retomada da construção de Angra 3, de forma que a Eletrobras não terá que fazer aportes no projeto. Porém, a Eletrobras irá capitalizar a Eletronuclear em R\$2,4 bilhões, mediante subscrição de debentures que serão usados para estender a vida útil de Angra 1 (ao custo da NTN-B de 10 anos). Desse montante, R\$1,9 bilhão são conversíveis em ações mediante cumprimento de certas condições, como redução das despesas controláveis para o nível regulatório.

Enxergamos esse como um evento de extrema importância, não só por garantir que termos definidos na privatização se manterão intactos, mas pelo *de-risking* que isso implica para a empresa - seja do ponto de vista de governança, seja pelo ponto de vista de alocação de capital (Angra 3 é um projeto que, a nosso ver, seria um importante detrator de valor). Agora esperamos que seja definida uma política de dividendos trimestrais que, apesar de pouco relevante num primeiro momento, deve ajudar a

melhor precificar a empresa, que hoje negocia com um *gap* relevante para as pagadoras de dividendos do setor elétrico.

### *As Forças por Trás do Mercado de Celulose:*

Em fevereiro tivemos uma conversa com o diretor comercial de uma importante produtora de celulose de mercado. Tais conversas são muito ricas, pois trazem uma visão complementar (e muitas vezes diferente) àquela que temos quando falamos com nossas investidas. Nesse caso em específico falamos com quem comanda a linha de frente e negocia os aumentos de preço e, para tanto, precisa ter uma visão muito ampla das forças que regem o cenário de oferta e demanda.

Naturalmente, abordamos os temas que impactam os preços, como oferta, demanda e os impactos do fechamento da Chenming no mercado, bem como os impactos que tarifas poderiam gerar no mercado de papel e celulose.

### *Oferta, demanda e Chenming:*

Sem dúvida alguma, a principal contribuição para os aumentos de preço recentes foi a saída da Chenming do mercado, um *player* de dimensões colossais e com uma relevante participação de mercado. Com sua saída, por enquanto temporária, houve redução da oferta de certos tipos de papeis, propiciando aumentos de preço muito necessários para as margens dos papeleiros locais. Também houve um aumento da utilização de capacidade desses papeleiros e, por consequência, da demanda por celulose, para que eles ocupassem a parcela de mercado deixada pela Chenming.

Estima-se que com a saída da Chenming do mercado, mais de 200 mil toneladas de celulose adicionais são demandadas todos os meses pelos papeleiros que tentam aumentar sua participação de mercado. Tal demanda adicional, somada às saídas de capacidade que teremos ao longo do primeiro trimestre, foi suficiente para que os fundamentos de oferta e demanda ficassem mais apertados.

O momento, então, é favorável para novos aumentos de preço, mas reina ainda alguma incerteza com relação à volta da Chenming. A empresa, por mais que tenha capital aberto, é uma estatal, dificultando o acesso à informação, mas muito se fala sobre uma possível volta de suas operações por volta de abril ou maio. Além disso, a Chenming empregava cerca de 15 mil funcionários diretamente e mais milhares de forma indireta, tornando a urgência de uma resolução ainda maior.

A situação, porém, é extremamente complexa e pessoas à par do assunto (consultorias, executivos de empresas, fornecedores etc.) acham pouco provável que isso aconteça, mas sempre com a ressalva que “a China sempre pode surpreender”. As fabricas, ao que tudo indica, foram paradas de forma abrupta e seus ativos são velhos, de forma que quanto mais tempo eles ficam parados, mais difícil seria o *start-up* no futuro.

Relatos de fornecedores da empresa são variados, mas é documentado que alguns de seus pátios de madeira estariam vazios e que os fornecedores não estariam dispostos a oferecer matérias primas pois a empresa não tem capital de giro para adquirir tais insumos. Para reestabelecer a operação, seria necessário reconstruir toda a cadeia de suprimentos e isso exige tempo.

De fato, os relatos, por mais parecidos que sejam, são apenas relatos. Apenas o tempo dirá qual será o seu destino. O que sabemos é que o interesse de algum *player* em adquirir os ativos da empresa parece baixo, dada a extensão de sua dívida, bem como a limitação financeira das províncias chinesas que as impede de fazer um *bail out*. Dada a importância dela para a China, parece restar apenas o governo central para sair em seu resgate.

Esse, com certeza, será o tema dominante da *Shanghai Pulp Week*, que ocorrerá em meados de março e trará mais clareza sobre o apetite dos papeleiros em absorver novos aumentos de preço de celulose. De qualquer forma, dentre todas as empresas com quem falamos, prevalece o clima de “otimismo cauteloso” com relação aos preços de celulose.

### Tarifas:

Aproximadamente 22 milhões de toneladas de celulose produzidas na China tem como destino papeis e embalagens usados em bens manufaturados que, em sua maioria, são exportados. As tarifas tendem a impactar a demanda por tais produtos e, por sua vez, impactam a oferta de papeis e embalagens no mercado doméstico e a demanda por celulose. Esse é, sem dúvida alguma, o principal risco que uma guerra comercial impõe ao mercado de papel e celulose.

Por outro lado, a taxação das importações do Canadá tende a ser benéfica para a indústria, pois tira capacidades de fibra longa (SW) do mercado e estimula a substituição da demanda por fibra curta (HW). Nos últimos anos, aproximadamente 4 milhões de toneladas de SW saíram do mercado de forma permanente por conta de seus elevados custos de produção (em sua maioria fabricas menores, de até 300 mil

toneladas de capacidade, e com ativos antigos - caldeiras de recuperação com mais de 40 anos) e parte relevante da demanda foi substituída por HW.

Hoje, cerca de 6 milhões de toneladas se encontram na mesma situação e parcela importante dessas tonelagens se encontram no Canadá. Por serem players pequenos, ineficientes e com ativos velhos, qualquer choque de preço, como as tarifas, tende a fazer com que essas capacidades saiam de mercado. Dado o *spread* atual entre SW e HW (superior a USD200/t), cerca de 80% dos papeleiros tentam maximizar o consumo de HW para cada quilograma produzido, reduzindo ao máximo o consumo de SW até o ponto em que a qualidade do produto final não seja afetada.

Por mais que o impacto negativo de tarifas na China seja de fato problemático, esperamos alguma reação do país, com estímulos que ajudem a *offsetar* o impacto na indústria de papel e celulose - não estímulos diretos à indústria, mas que, como consequência, tenham um impacto na mesma. Por outro lado, vemos um risco bastante relevante para as capacidades de maior custo do hemisfério norte, principalmente aquelas localizadas no Canadá, de forma que devemos ter uma aceleração do processo de substituição de fibras.

*Appendix - Trecho da Carta de 1987 de Warren Buffett.*

**Whenever Charlie and I buy common stocks for Berkshire's** insurance companies (leaving aside arbitrage purchases, discussed later) we approach the transaction as if we were buying into a private business. We look at the economic prospects of the business, the people in charge of running it, and the price we must pay. We do not have in mind any time or price for sale. Indeed, we are willing to hold a stock indefinitely so long as we expect the business to increase in intrinsic value at a satisfactory rate. When investing, we view ourselves as business analysts - not as market analysts, not as macroeconomic analysts, and not even as security analysts.

Our approach makes an active trading market useful, since it periodically presents us with mouth-watering opportunities. But by no means is it essential: a prolonged suspension of trading in the securities we hold would not bother us any more than does the lack of daily quotations on World Book or Fechheimer. Eventually, our economic fate will be determined by the economic fate of the business we own, whether our ownership is partial or total.

Ben Graham, my friend and teacher, long ago described the mental attitude toward market fluctuations that I believe to be most conducive to investment success. He said

that you should imagine market quotations as coming from a remarkably accommodating fellow named Mr. Market who is your partner in a private business. Without fail, Mr. Market appears daily and names a price at which he will either buy your interest or sell you his.

Even though the business that the two of you own may have economic characteristics that are stable, Mr. Market's quotations will be anything but. For, sad to say, the poor fellow has incurable emotional problems. At times he feels euphoric and can see only the favorable factors affecting the business. When in that mood, he names a very high buy-sell price because he fears that you will snap up his interest and rob him of imminent gains. At other times he is depressed and can see nothing but trouble ahead for both the business and the world. On these occasions he will name a very low price, since he is terrified that you will unload your interest on him.

Mr. Market has another endearing characteristic: He doesn't mind being ignored. If his quotation is uninteresting to you today, he will be back with a new one tomorrow. Transactions are strictly at your option. Under these conditions, the more manic-depressive his behavior, the better for you.

But, like Cinderella at the ball, you must heed one warning or everything will turn into pumpkins and mice: Mr. Market is there to serve you, not to guide you. It is his pocketbook, not his wisdom, that you will find useful. If he shows up some day in a particularly foolish mood, you are free to either ignore him or to take advantage of him, but it will be disastrous if you fall under his influence. Indeed, if you aren't certain that you understand and can value your business far better than Mr. Market, you don't belong in the game. As they say in poker, "If you've been in the game 30 minutes and you don't know who the patsy is, *you're* the patsy."

Ben's Mr. Market allegory may seem out-of-date in today's investment world, in which most professionals and academicians talk of efficient markets, dynamic hedging and betas. Their interest in such matters is understandable, since techniques shrouded in mystery clearly have value to the purveyor of investment advice. After all, what witch doctor has ever achieved fame and fortune by simply advising "Take two aspirins"?

The value of market esoterica to the consumer of investment advice is a different story. In my opinion, investment success will not be produced by arcane formulae, computer programs or signals flashed by the price behavior of stocks and markets. Rather an investor will succeed by coupling good business judgment with an ability to insulate his thoughts and behavior from the super-contagious emotions that swirl about the

marketplace. In my own efforts to stay insulated, I have found it highly useful to keep Ben's Mr. Market concept firmly in mind.

Following Ben's teachings, Charlie and I let our marketable equities tell us by their operating results - not by their daily, or even yearly, price quotations - whether our investments are successful. The market may ignore business success for a while, but eventually will confirm it. As Ben said: "In the short run, the market is a voting machine but in the long run it is a weighing machine." The speed at which a business's success is recognized, furthermore, is not that important as long as the company's intrinsic value is increasing at a satisfactory rate. In fact, delayed recognition can be an advantage: It may give us the chance to buy more of a good thing at a bargain price.

Obrigado pela confiança.

### Equipe Blue Birds

