

Prezados clientes e parceiros,

Conforme comunicado em nossas últimas cartas de atualização do Patria PIPE, o mês de janeiro de 2025 marcou o início de uma nova trajetória para a área de Equities do Patria no Brasil.

Nossa unidade de negócio, criada a partir da combinação de negócios com a gestora chilena Moneda em 2021, é composta por uma equipe de 24 profissionais com extenso conhecimento e know-how em gestão de ativos líquidos na América Latina e conta com sete estratégias, sendo duas no Brasil, que totalizam R\$ 13 bilhões sob gestão.

Com a transição do Patria PIPE para uma abordagem Long Only e a reabertura de nossa estratégia Long Biased (Patria Long Biased) para captação, gostaríamos de compartilhar a seguir nossa visão para o atual momento de mercado em carta que inaugura essa nova etapa.

---

## Déjà vu?

Ainda que cautelosos quanto aos próximos movimentos políticos e econômicos do país, iniciamos 2025 com espírito renovado e certos de que a crise que se apresenta tem características distintas de outros ciclos passados que trouxeram pressão semelhante à nossa classe de ativos.

Como equipe, já passamos pelo default da Argentina em 2001, a crise do *subprime* em 2008 e seu impacto global, a correção do mercado de commodities em 2015, o impeachment da Presidente Dilma Rousseff em 2016, a pandemia da Covid-19 e agora os desafios de 2024/2025. Cada uma dessas correções de mercado é única, mas compartilha semelhanças.

"A história não se repete, mas rima por vezes" é uma citação atribuída a Mark Twain que é frequentemente usada para descrever ciclos de mercado.

Entramos em 2025 com um Real fraco e um Dólar muito forte, este último quase tão valorizado quanto em seu auge no ano 2000. Naquela época, o mercado norte-americano estava bastante caro, as ações latino-americanas eram negociadas a *valuations* muito baixos e uma bolha tecnológica estava prestes a explodir. Engraçado como a história rima: atualmente, enquanto o mercado americano parece estar precificado à perfeição, a América Latina parece estar no extremo oposto.

Acreditamos que o mercado no Brasil está antecipando um 2025 difícil usando o "molde" de 2015. O governo no Brasil não consegue ganhar a confiança do mercado em relação à sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas do país, cenário este semelhante ao de 2015 quando, então, a falta de visibilidade relacionada à redução da alavancagem do governo para o equilíbrio orçamentário e a alavancagem geral resultou em uma grande deterioração no mercado de títulos domésticos.

A inflação pressionada por grandes incertezas e uma relevante falta de apetite pelo real, este empurrado acima do patamar de R\$ 6.00 em relação ao dólar, traz lembranças desagradáveis àqueles que investem há tempos no país e deixa um ponto de interrogação quanto à sustentabilidade da economia local em um ambiente com alta inflação e juros, estes últimos precificados acima de 15% ao final de 2025.

Tal pessimismo, assim como em todos os eventos passados mencionados anteriormente, traz consigo pressão vendedora e cautela para o mercado. E como sabemos, quanto maior o pessimismo, mais baratos os *valuations* das empresas.

Porém, com a bolsa negociando a um desconto de 36% versus a sua média histórica dos últimos 14 anos, exemplificado pelo múltiplo P/L de 6.8x do Ibovespa, julgamos tratar-se de um momento oportuno para nos posicionarmos em empresas que contam com todos os predicados necessários para *outperformar* o mercado quando este retomar seu ciclo de crescimento.

Isso porque, assim como em 2008 e 2015, o cenário atual conta com uma série de empresas com sólidos fundamentos operacionais e lucros crescentes, estes últimos exemplificados pelas constantes revisões positivas dos lucros esperados do Ibovespa.



Diante do exposto, e para evitar arrependimentos futuros, entendemos que a melhor ação no momento é se posicionar e comprar barato, algo que quase todos têm evitado, seja por receio, seja por falta de convicção.

## Ciclo de crédito

Se até novembro de 2025 a taxa Selic atingir 15%, o banco central terá aumentado a taxa de juros em mais de 4% desde novembro de 2024. Um nível tão alto de taxas de juros deve desencadear uma deterioração das carteiras de crédito dos bancos e uma desaceleração no crescimento geral do crédito. De fato, o R-quadrado da renda disponível menos o custo para servir a dívida e o nível de empréstimos inadimplentes do sistema bancário está acima de 0.8. Até novembro, devemos ver um aumento no estoque de empréstimos inadimplentes de cerca de 50 pontos base, o que levaria esse indicador a um nível 30 pontos base abaixo do pico de 2015.

Um ciclo de baixa no crédito tem consequências evidentes: consumo, crescimento do emprego e investimentos privados devem esfriar. Acreditamos que o mercado tem precificado essa desaceleração cíclica. É por isso que, em muitos casos, os preços de mercado não parecem corresponder aos resultados das empresas. De fato, enquanto o índice MSCI Brazil Small Cap caiu 17,4% (BRL) durante 2024, as receitas, o EBIT (resultado operacional) e o lucro líquido aumentaram 1,5%, 5,4% e 18,0%, respectivamente.

## Por que dessa vez é diferente?

Uma coisa boa sobre ciclos é que eles são cíclicos. Preocupações de curto prazo podem obscurecer o médio e o longo prazo, mas temos muito frescas as memórias de 2009 e 2016, anos em que a classe de ativos registrou seus maiores retornos dos últimos 30 anos.

Após mais de uma década de baixos investimentos, o preço das commodities está muito mais forte do que em 2015, a alavancagem geral das empresas é menor e os rendimentos de dividendos são muito maiores. Entre as grandes empresas, Vale e Petrobras ainda devem pagar um rendimento de dividendos próximo ou acima de 10% em 2025. Em 2015, a Petrobras tinha alta alavancagem e seus títulos eram negociados bem abaixo do valor nominal. De fato, o Ibovespa passou de uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 5.6x para apenas 1.5x hoje.

## EBIT e IPCA

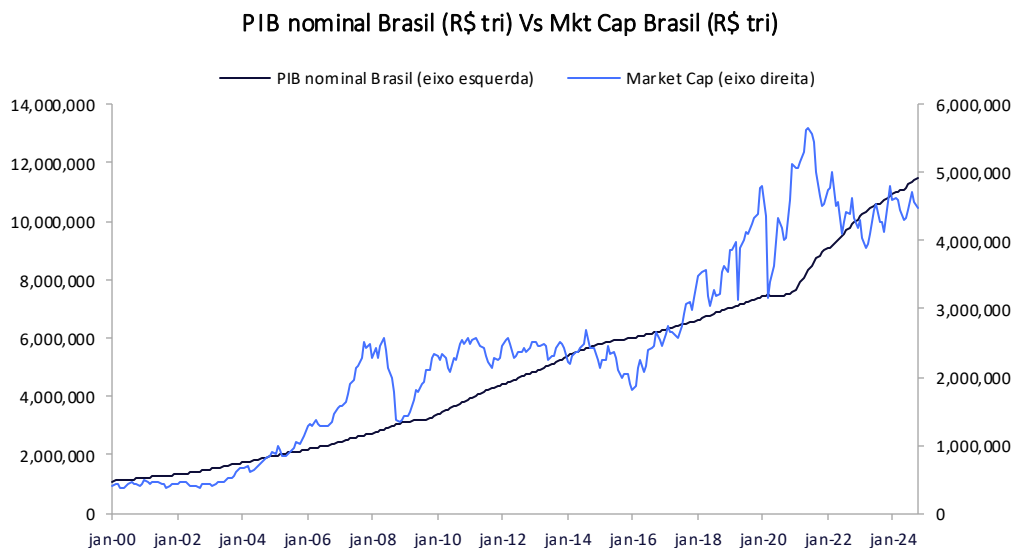
EBIT (Setores) e IPCA	CAGR 2007–3T24
Tecnologia da Informação	15,8%
Imobiliário	15,2%
Instituições Financeiras	9,2%
Consumo Discrecionário	8,9%
Utilidades Públicas	8,7%
Energia	7,8%
Bens de Consumo	6,0%
IPCA	5,8%
Indústria	4,8%
Bens Materiais	1,3%
Serviços de Comunicação	0,2%

Analisamos 41 empresas na bolsa com dados financeiros publicados continuamente desde janeiro de 2007 até o terceiro trimestre de 2024. Em seguida, agrupamos essas empresas por setor econômico e construímos índices setoriais usando o mesmo peso para cada período, evitando assim criar vieses de tamanho, margens ou qualquer outro. Dos 10 setores, 7 deles apresentaram crescimento do resultado operacional a uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) acima da inflação, enquanto apenas três ficaram abaixo. Esta amostra inclui duas grandes crises, uma pandemia e um ciclo político não muito benigno.

## Empresas são ativos reais

As empresas são os criadores de valor de uma economia, portanto, existe uma relação de longo prazo entre o tamanho do PIB e o valor de mercado das empresas que compõem essa economia.

É assim que essa relação se apresenta no caso do Brasil:



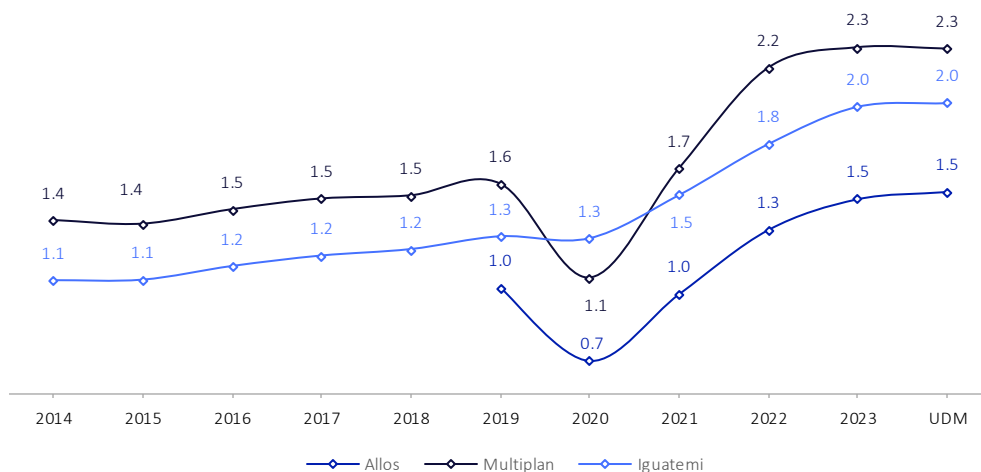
As empresas são ativos reais. Com o tempo, os resultados aumentam com a inflação mais o crescimento real. Isso deveria ser um fato evidente, mas mencionamos isso porque as ações no Brasil estão sendo negociadas a um nível que parece precificar nenhum crescimento. É interessante notar que empresas de alta qualidade estão precificadas para uma recessão interminável ou crescimento anêmico, o que é simplesmente irrealista.

Considerando as proposições acima, destacamos a seguir três empresas que entendemos ser bons ativos. Estas são líderes em seus respectivos setores de atuação, possuem destacados níveis de governança corporativa, gestores e controladores alinhados, nível de execução e entregas consistentes e, em nossa análise, contam com *valuations* excessivamente descontados, tornando-as bons investimentos para o médio/longo-prazo.

## Multiplan

A Multiplan é uma das principais empresas de shopping centers do Brasil, com um portfólio diversificado e bem localizado. Com *track-record* de 50 anos, a empresa é a número 1 em produtividade (maior receita/m<sup>2</sup>), opera um business estável, com margens altas (EBITDA>70%), retorno acima do custo de capital (15%) e menor risco de rentabilidade Vs varejistas.

Produtividade: Receita (aluguel) por m<sup>2</sup>



A empresa conta ainda com uma forte capacidade de geração de caixa, importante plano de investimentos (capex), alavancagem controlada e uma política consistente de pagamento de dividendos, além de destaca resiliência em períodos de volatilidade econômica. Com a Venda/GLA de seus locatários 2.3x acima da média nacional, a cia consegue repassar preços acima da inflação, sendo este um dos seus principais diferenciais competitivos Vs demais players listados.

### Indicadores de Destaque

Multiplan Vs Mercado (Brasil)	2019	2023
Venda/GLA	1.7x	2.3x
Total das vendas realizadas em shoppings no país	8,5%	11,3%
% do GLA total existente no país	5,0%	4,9%
% do total de shoppings do país	3,3%	3,1%
Total de cidades com atuação no país	0,2%	0,2%

### Multiplan

R\$24.894/m<sup>2</sup>

R\$10.915/m<sup>2</sup>

R\$21.9 bi

R\$194.7 bi

880.852 m<sup>2</sup>

17.837.297 m<sup>2</sup>

20 shoppings

639 shoppings

11 cidades

5.570 cidades

Adiciona-se a isso, ainda, um cap rate no patamar de 13,5%, o que indica um portfólio premium e altamente rentável, que coloca a empresa no primeiro quartil de retorno quando comparada até mesmo à fundos imobiliários e as construtoras. A título de comparação, ativos imobiliários em regiões nobres como a do Jardins na cidade de São Paulo, ou o Leblon no Rio de Janeiro, operam no patamar de 5-6%.

Com suas ações negociadas próximas à mínima das últimas 52 semanas e o spread entre seu FFO Yield e a NTN-B longa de 10 anos em 1.5 desvios-padrão acima da sua média histórica, entendemos tratar-se de em um bom timing para se posicionar em uma empresa que tende a navegar bem o atual cenário macroeconômico.

### Valuation Atrativo: Spread FFO Yield Vs NTNT-B longa (10 anos)



Tudo posto, investir em MULT3 baseia-se na (i) solidez dos seus fundamentos, (ii) claros diferenciais competitivos e (iii) precificação que julgamos estar descolada da real capacidade de geração de retorno ao acionista da empresa.

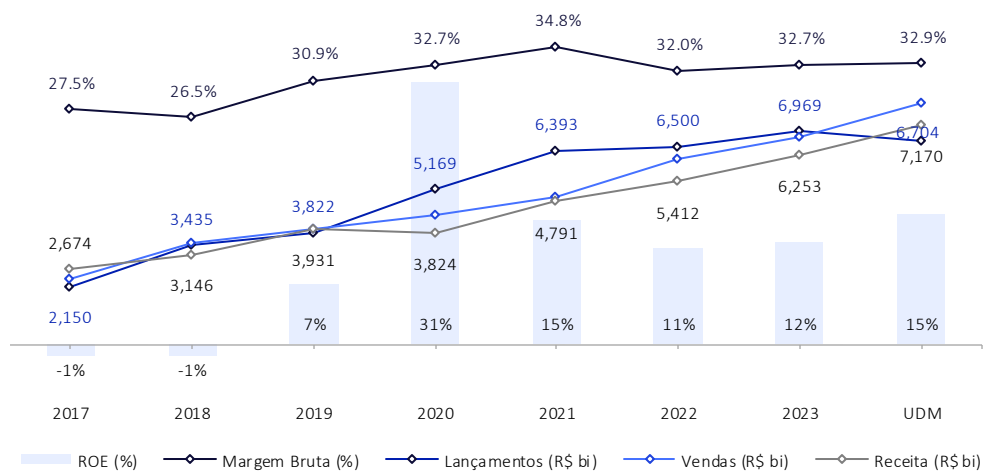
### Cyrela

A Cyrela é uma das maiores incorporadoras do Brasil, líder no segmento de empreendimentos residenciais de médio e alto padrão, com forte presença em São Paulo. A empresa, também atua no segmento econômico através da marca Vivaz, criada para atender ao programa Minha Casa Minha Vida.

Reconhecida pela qualidade de seus produtos e serviços, a Cyrela investe em tecnologias sustentáveis e práticas inovadoras de construção, destacando-se por seus diferenciais competitivos.

A Cyrela tem apresentado resultados crescentes de forma consistente, com robusta expansão da receita e margens saudáveis. No 3T24, a empresa registrou um crescimento de 25,0% na receita e um lucro líquido de R\$ 473 milhões na comparação ano a ano, com um ROE de 17,6%. Destaca-se, ainda, sua resiliente e saudável margem bruta de 33,3%, reflexo de sua eficiência operacional. Esperamos que o ano de 2024 se conclua com a manutenção do bom momentum operacional observado nos últimos trimestres.

### Evolução Operacional e Financeira



A empresa mantém uma estrutura de capital equilibrada, com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 1.8x e uma liquidez corrente de 3.45. Devido ao seu segmento de atuação e robustez operacional, a empresa demonstrou especial solidez durante a pandemia, quando comparada aos demais players listados, destacando-se pelo controle de inadimplência e pela expansão de resultados e margens.

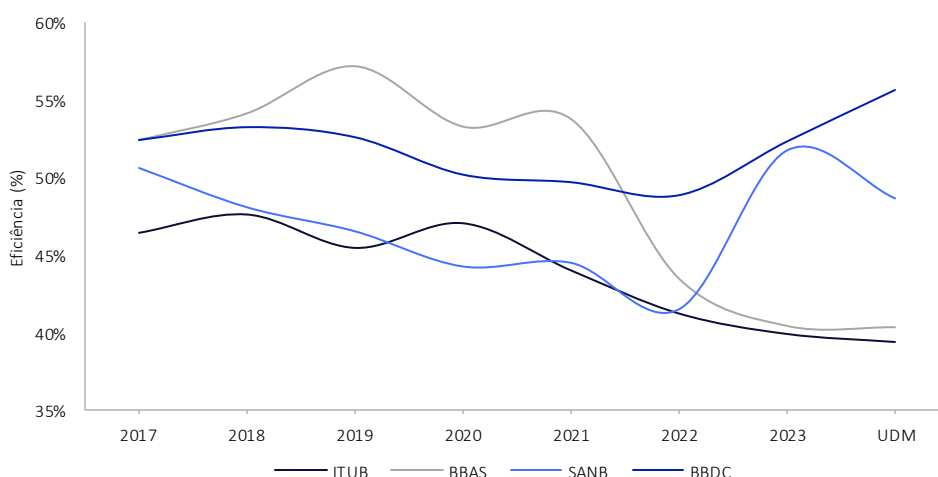
Com um dividend yield atrativo para os anos de 2024 e 2025, além da perspectiva de manutenção da boa performance operacional para o ciclo que se inicia, a empresa se vê precificada abaixo de 5x lucro, o que julgamos ser um ponto de entrada atrativo em uma empresa que (i) conta com excelente execução e executivos e controladores alinhados para o longo prazo, (ii) atua em um segmento de mercado mais protegido dos impactos macroeconômicos e (iii) têm uma estrutura de capital robusta e equacionada para o atual momento de incertezas.

## Itaú

Como o maior banco incumbente da América Latina, enxergamos o Itaú como o melhor nome do setor para navegar um cenário macroeconômico de baixo crescimento e juros altos.

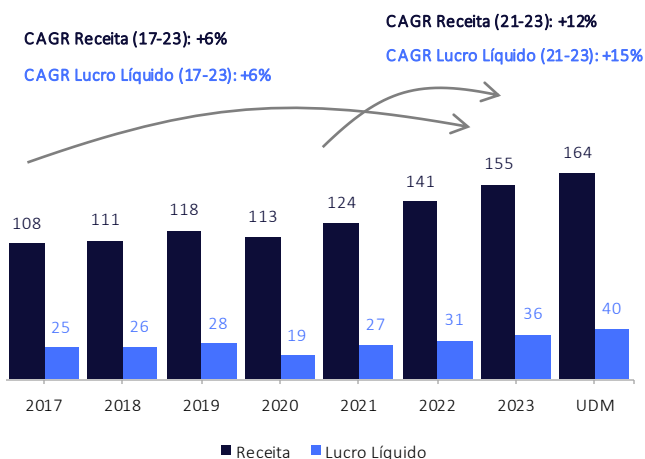
Com uma ampla rede de agências e significativos investimentos em tecnologia, a empresa destaca-se pela sua vasta gama de produtos e excelente experiência do cliente, sendo reconhecidamente uma das marcas mais valiosas do Brasil e o player mais eficiente do setor.

### Foco na jornada digital – maior ganho de eficiência entre todos os players

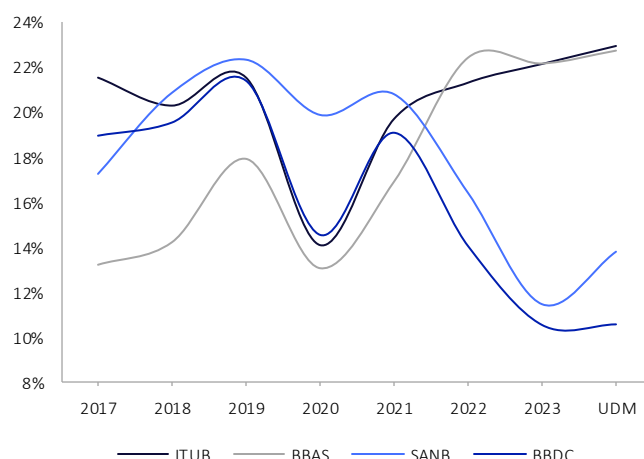


Tais predicados resultam em sólidos e crescentes resultados, com o Itaú apresentado níveis de inadimplência abaixo dos concorrentes e o maior ROE da indústria, estes justificados por sua eficiente e lucrativa execução.

### Receita e Lucro Líquido (R\$ bi)

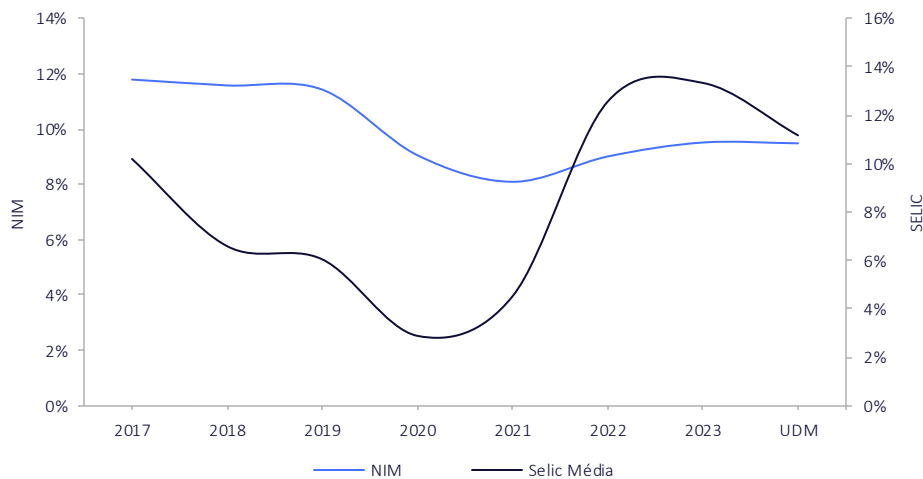


### O maior ROE da indústria



O banco tem demonstrado, ainda, resiliência em períodos de crise econômica. Durante a pandemia de Covid-19, por exemplo, manteve uma sólida performance financeira, com crescimento na carteira de crédito e controle de inadimplência. Já em 2024, registrou um lucro líquido recorrente de R\$ 10.7 bilhões no terceiro trimestre, uma alta de 18,1% em relação ao ano anterior.

#### Margens resilientes mesmo em cenários macroeconômicos adversos



Outro destaque se dá pela política de dividendos da empresa, reconhecida como uma das maiores da indústria. A perspectiva de dividendos extraordinários anunciada para 2024 e um *dividend yield* esperado de 12% para os próximos doze meses, a posicionam como um dos maiores pagadores do Ibovespa.

Ainda assim, a empresa se vê atrativamente precificada *vis a vis* aos seus pares. Com um P/B (preço sobre valor patrimonial) esperado de 1.6x para 2025, enxergamos a empresa tendo o maior retorno esperado entre os bancos privados para os próximos três anos, com uma TIR de 19,0% Vs 16,5% do Bradesco e 17,0% do Santander.

Sob outra ótica, com os lucros esperados para o ciclo 2025-2027 crescendo a uma média de 7% ao ano, ligeiramente acima da inflação projetada para os respectivos anos, e um *dividend yield* anual base de 9%, gerando em torno de 30% de retorno apenas em dividendos nos próximos três anos, ao retomarmos nossa análise de que empresas são ativos reais, o atual nível de precificação do Itaú parece considerar nenhum ou pouco crescimento para a empresa, o que nos parece um contrassenso.

Tudo posto, enxergamos (i) seus spreads se beneficiando do ambiente com maior Selic, (ii) a continuidade de sua robusta execução operacional e, com isso, (iii) manutenção da *outperformance* versus os demais players do setor, predados estes que somados reforçam nosso viés positivo para a empresa e justificam nosso investimento em um ativo considerado de classe mundial à um *valuation* atrativo.

Sobre as estratégias Patria Equities Brasil:

### **Patria Pioneiro Long Only**

Fundo tem como objetivo *outperformar* o mercado ao longo de diferentes ciclos e ambientes macroeconômicos. Estratégia de longo-prazo, *bottom-up*, sem restrição de setores, com parâmetros ESG como diferencial de valor e alavancada no ecossistema Patria de gestão de empresas e negócios em diferentes classes de ativos. Investe em empresas com diferenciais competitivos, que sejam líderes setoriais, com potencial consolidador e que contem com gestores e controladores alinhados. Abordagem *long only*, com posições representando de 3 a 12% do fundo, exposição líquida comprada variando entre 80 e 100% e rigorosos controles de gerenciamento de risco, além de acompanhamento e reavaliação permanente de todas as investidas e oportunidades.

### **Patria Long Biased**

Fundo tem como objetivo *outperformar* o mercado ao longo de diferentes ciclos e ambientes macroeconômicos. O fundo possui uma carteira estrutural baseada em uma estratégia de longo-prazo, *bottom-up* e alavancada no ecossistema Patria de gestão de empresas e negócios. Adicionalmente, o fundo utiliza outros instrumentos como forma de proteger essa carteira estrutural das variações no cenário macro-econômico. O fundo possui posições representando de 3 a 12% do fundo, exposição líquida comprada variando entre 0 e 100% e rigorosos controles de gerenciamento de risco, além de acompanhamento e reavaliação permanente de todas as investidas e oportunidades.