

CARTA AO INVESTIDOR
3º TRIMESTRE DE 2025

CARTA AO INVESTIDOR

As Virtudes do Investidor Experiente

Caros investidores,

Dizem que com a idade o tempo passa mais rápido. Obviamente que o tempo é o mesmo para o neto e para o avô, mas de fato nossa percepção parece mudar com os anos.

Quando toda sua experiência na vida não passa de poucos anos os meses até o próximo aniversário parecem uma eternidade, mas quando vivemos um pouco mais a paciência se torna uma virtude mais fácil de se praticar.

Após muitas primaveras, as estações passam a ser mais familiares ao ponto de não nos surpreenderem. Um longo histórico de experiências nos dá nova perspectiva sobre o tempo. Um ano a mais ou a menos são proporcionalmente menos relevantes à medida em que as décadas se acumulam e, com isso, vemos com mais clareza a ciclicidade do mundo.

Não há uma definição única do que é longo prazo. Um historiador pode medir o tempo em séculos, um geólogo em milhões de anos. Um casal recém apaixonado conta os dias. Ao investir em ações percebemos que 'longo prazo' é o tempo suficiente para transcorrerem grandes ciclos de mercado. Para reconhecê-los, no entanto, é preciso passar por alguns deles.

Por este motivo, assim como o avô pode ter dificuldade em explicar ao neto a razão do tempo passar mais rápido com a idade, um investidor mais experiente pode se frustrar ao tentar explicar o ciclo de ações a um investidor que mede seu sucesso em janelas mensais de retorno. Perspectiva é crucial.

Acumulando mais de 17 anos de histórico, passamos por mais de um grande ciclo de mercado, de forma que estes nos são mais familiares e podemos pôr em prática a disciplina de longo prazo.

O primeiro ciclo macroeconômico do nosso fundo iniciou-se com a estouro da bolha imobiliária norte-americana em 2008. Neste período o Banco Central do Brasil empreendeu um ciclo de queda da Selic, de janeiro de 2009 a abril de 2010, quando a taxa de juros atingiu 8,75%. Era uma reação ao cenário recessivo que se avizinhava globalmente e foi acompanhada do uso de política fiscal pelo governo federal como estímulo econômico. A dívida bruta que vinha em queda desde o início dos anos 2000 voltou a subir, porém o Brasil superou a crise rapidamente.

Tivemos os três primeiros anos de vida com geração de alfa para um 4UM Small Caps, com retorno acumulado entre junho 2008 e junho de 2011 de 52% do 4UM Small Caps contra -4% do Ibovespa. Os grandes destaques da carteira foram Bahema, Odontoprev e Contax.

Nos anos seguintes, com o crescimento do PIB superando 7% em 2010 e a inflação beirando uma taxa anual de 6%, próxima do teto da meta, o Banco Central do Brasil reverteu a queda de juros e iniciou um ciclo de alta da taxa Selic que atingiu 12,50% em agosto de 2011.

No entanto esse período logo foi marcado uma incongruência monetária. O Banco Central, alegando as consequências da crise da dívida europeia para a atividade interna, reverteu o

CARTA AO INVESTIDOR

aperto monetário e passou a reduzir a Selic, de 12,50% em agosto de 2011 para 7,25% em abril de 2013, sendo alvo de duras críticas. O tripé macroeconômico até então vigente começara a se desfazer e o governo perdeu a capacidade de guiar as expectativas dos agentes econômicos. O Banco Central claramente negligenciou a inflação alta e desancoragem de expectativas e mesmo assim reduziu a Selic, minando o sistema de metas de inflação. Na outra ponta, o governo tentava ajudar a controlar os preços administrados da economia (como tarifas, energia elétrica e combustíveis) para controlar artificialmente a inflação. Nessa conjuntura tivemos uma profunda expansão fiscal, com o governo central deixando a responsabilidade fiscal em segundo plano, minando o regime de metas de superávit primário.

Entre junho de 2011 e abril de 2013 nosso fundo continuou apresentando geração de alfa, contra um Ibovespa estagnado. Acumulamos mais 20% de retorno, contra -10% do Ibovespa nesse período. O grande destaque do portfólio nesse ciclo havia sido Unipar. Concluíamos quase cinco anos de história com mais de 90 pontos percentuais de rentabilidade acima do benchmark.

Com a inflação subindo significativamente, em partes devido a própria postura leniente do Banco Central, mas também pela expansão fiscal, a autoridade monetária foi obrigada a subir a taxa Selic de 7,25% em abril de 2013 para 14,25% em setembro de 2015, em um duríssimo aperto monetário. Neste período o Brasil já estava em recessão e via esgotamento da capacidade fiscal e política de manter os incentivos artificiais à economia.

Passamos dois anos, entre 2013 e 2015, com estagnação no mercado. Apesar de alguns acertos em teses de investimentos, havia pouco interesse em alocação em renda variável na medida em que a renda fixa voltava a ser altamente rentável e a recessão coibia assunção de risco por parte dos alocadores. Entre abril 2013 e abril 2015, nosso fundo perdeu -20%, contra -10% do Ibovespa. Ainda mantínhamos um histórico longo de performance, mas dois anos de má performance para um fundo com apenas sete de histórico era espantoso.

Ao longo de 2015 houve um rompimento no governo, com membros do congresso que até então eram aliados da presidência manifestando abertamente insatisfação. Na época Brasília começava a ser abalada pelo processo da Lava-Jato, que, com visível apoio popular, instigava mudanças. A presidente Dilma foi deposta pelo processo de impeachment em agosto de 2016. Com o até então vice, Michel Temer, assumindo a presidência, o Banco Central pouco a pouco começou a resgatar a credibilidade perdida, iniciando uma queda de juros em outubro de 2016.

Essa queda trouxe a Selic de 14,25% para 5,00% ao final de 2019, acompanhado de reformas fiscais que reancoraram as expectativas do mercado para a inflação e o otimismo do mercado sobre o futuro. Entre abril de 2015 e dezembro de 2019 tivemos um período volátil, porém virtuoso para nosso portfólio. Renovamos grande parte da carteira, investindo em nomes de altíssima qualidade que haviam ficado baratos na crise anterior, e consagramos um retorno acumulado de 230% no período, contra apenas 120% do Ibovespa.

Neste período foram destaque da carteira tanto os investimentos mais antigos como Unipar e Fras-le, como novas teses como Kepler Weber e RNI. Superamos a marca de dez anos de

CARTA AO INVESTIDOR

história e acumulávamos, desde o início, 300 pontos percentuais acima do Ibovespa.

Com o início da pandemia de Covid-19 e a demanda mundial por estímulos, o Banco Central do Brasil se viu em condições de levar a Selic até 2%, o menor patamar registrado na nossa história. Porém o extraordinário estímulo fiscal, monetário, creditício e regulatório da pandemia logo precisou ser contido, e a taxa de juros ficou baixa por pouco tempo. Em maio de 2021 o Banco Central começou a subir a taxa de juros e parou apenas em 13,75% em setembro de 2022. Neste período, vivemos novamente um grande déficit público e uma inflação que ultrapassou os dois dígitos.

Em setembro de 2023, o BC viu condições para reduzir os juros, porém o ciclo foi pequeno, caindo até 10,5% em junho de 2024. Com as expectativas de inflação desancoradas e a grande depreciação do câmbio novamente vimos aumento da Selic para 15%, atual patamar.

Neste período tivemos um ano bom de performance, em 2023, quando nossa principal tese de investimentos, Valid, teve mais de 100% de retorno, contribuindo para um retorno de 40%, do nosso fundo frente a 22% do Ibovespa. Ainda assim, no acumulado entre dezembro 2019 e setembro 2025, o 4UM Small Caps apresentou retorno de 23%, frente a 26% do Ibovespa. Esse longo período de baixa geração de alfa e alta volatilidade, que compreende a pandemia, o pós-pandemia, eleições de 2022 e guerra na Ucrânia, tem sido frustrante para nós, nossos investidores e o mercado em geral. A indústria de fundos de ações está passando por um período de resgates e redução de patrimônio, com o menor nível de alocação institucional em renda variável que já vivenciamos e a saída de investidores estrangeiros e pessoas físicas da bolsa brasileira agravando a depreciação dos preços de ações.

Superamos a marca de 17 anos de história, com 335 pontos percentuais de alfa sobre o benchmark. Desde que começamos nosso fundo, 70% dos fundos de ações concorrentes que existiam à época não sobreviveram. Com o passar dos anos, vemos que nossa visão de longo prazo, pautada em manter um portfólio concentrado em boas empresas é virtuosa. Paciência e disciplina superam impulsos e especulações.

Olhando adiante, percebemos sinais cada vez mais claros de que veremos um ciclo de queda de juros no Brasil. O Federal Reserve já voltou a cortar os juros nos EUA e os sinais internos de atividade econômica mostram um arrefecimento. O mercado e os analistas já esperam que a taxa Selic comece a cair do atuais 15%, começando ao longo de 2026 e atingindo, até 2027, patamares ao redor de 12%. Vimos o desempenho da nossa boa seleção de empresas em outros ciclos e enxergamos razões para estar otimistas agora.

Nossa estratégia não depende de acertar o timing dessas mudanças de cenário econômico, mas sim estar preparado para quando elas se concretizarem, como sócios de boas empresas. Temos a disciplina e paciência para aguardar bons preços de compra e assim almejar retornos não somente com o crescimento dos próprios negócios, mas também pela correção de irracionalidades dos preços de mercado.

Atualmente nosso portfólio é concentrado em oito teses de investimento.

CARTA AO INVESTIDOR

A **Bemobi** (BMOB3) é uma empresa de tecnologia com foco em processamento de pagamentos digitais. A companhia desenvolve soluções para processar recebimentos de pagamentos recorrentes, reduzindo fricção e inadimplência por meio de um amplo leque de possibilidades de pagamento (cartão, PIX, boleto etc.) e um sistema inteligente que organiza faturas em aberto e traz insights sobre comportamentos dos clientes finais.

Inicialmente a Bemobi desenvolveu sua solução para atender a indústria de telecom, tendo conquistado as grandes provedoras de rede móvel (TIM, Claro, Vivo e até então Oi) como clientes. Dentro dessa indústria, a Bemobi foi capaz de desenvolver as soluções adicionais no modelo SaaS, por meio do qual seus clientes têm acesso a organização de contas, estratégias de 'upsell', aplicativos próprios para pagamento das faturas, checkout de vendas online, chatbots, orquestração de pagamentos e outras soluções.

O sucesso da companhia na vertical telecom incentivou a Bemobi a explorar a mesma tese em outras indústrias, nas quais já obteve sucesso. Aqui se destacam as indústrias de distribuição de energia, água, escolas e ISPs. Atualmente a Bemobi processa o equivalente a R\$ 10B de TPV anual, sobre o qual cobra uma taxa de ~2,5%, além de uma cobrança adicional de SaaS quando aplicável. São mais de 500 clientes, incluindo grandes distribuidoras de energia (Neoenergia, Equatorial, Copel, Light, Enel), de saneamento (Sabesp) e de telecom (Tim, Claro, Vivo).

Vemos três grandes motores de crescimento dessa vertical de negócios, que já é responsável por metade da receita consolidada da companhia. Em primeiro lugar a penetração de pagamentos digitais dentre as indústrias atendidas; a maior parte de pagamentos de fatura de luz, água, internet e dados do Brasil é paga em canais tradicionais, com boleto impresso ou via aplicativo de banco. Na medida em que as pessoas adotam canais digitais, a receita da Bemobi deve crescer. O segundo motor é o incremento da base de clientes da própria Bemobi, que já atende 100% da indústria de telecom, mas apenas 60% de energia, 10% de educação e 15% de ISPs; por último, ainda vemos novas indústrias e geografias para expansão, como seguros, condomínios e outros países da América Latina.

Para estimar o potencial dessa linha de negócios, podemos estimar uma participação sobre o total de TPV das indústrias atendidas (telecom, ISPs, educação, energia e água), que somam mais de R\$ 500B anualmente. Consideramos razoável que a Bemobi processe, nos próximos anos, 10% desse montante, o que multiplicaria a receita desse segmento por 5x, sem nem considerar potencial de novas geografias e indústrias.

Além do processamento de pagamentos e SaaS, que geram aproximadamente R\$ 400M de receita, a Bemobi ainda conta com aproximadamente R\$ 300M de receita entre seu negócio global de assinatura de aplicativos e microfinanças, que são operações saudáveis, com crescimentos moderados e que, em conjunto, contribuem para a geração de aproximadamente R\$ 200M de caixa da companhia.

Iniciamos nosso investimento em Bemobi no final de 2023, com a companhia avaliada em R\$ 1B no mercado. Atualmente a empresa vale R\$ 1,8B, o que consideramos ainda muito aquém do seu potencial. Com crescimento exponencial da receita, baixa necessidade de capex e

CARTA AO INVESTIDOR

margens saudáveis, além de R\$ 500M de caixa líquido e um excelente time executivo na liderança, estimamos o valor justo de Bemobi acima de R\$ 3B.

A **Valid** (VLID3) é uma empresa de tecnologia e emissão de documentos, sendo líder na emissão de documentos brasileiros. Com décadas de experiência a Valid passou por diversas transformações no seu modelo de negócios. Somos acionistas da empresa desde 2011 e acompanhamos de perto esse desenvolvimento. Após desinvestirmos de Valid em 2015 com grande sucesso, voltamos a ser acionistas em 2018 e mais intensamente em 2020, quando o mercado subestimou sua capacidade de inovação.

Nos últimos anos a Valid vem transformando o seu negócio de emissão de documentos em uma linha de digitalização de governos, provendo soluções para integração de bases de dados e modernização de infraestrutura digital. Nessa linha, Valid possui contratos com estados e empresas públicas de processamento de dados para uma ampla gama de serviços. Na medida em que a impressão física de documentos em papel se torna menos relevante para seu faturamento, a Valid vem apresentando consistente crescimento nessa linha digital de negócios.

Adicionalmente, Valid ainda possui duas outras unidades de negócios, sendo uma dedicada e impressão e personalização de cartões bancários e uma na fabricação de chips SIM e e-SIM para celulares. Na primeira, através de um parque fabril otimizado, atende mercado brasileiro e argentino e mantém relevante market share da indústria, que passa por consolidação. No segundo, é uma das poucas empresas no mundo homologada para fornecimento e operação dos componentes e-SIM para smartphones, uma tendência que deve substituir os cartões SIM tradicionais ao longo dos próximos anos.

No consolidado, a companhia apresenta R\$ 2B de receita líquida, sendo que negócios digitais já correspondem aproximadamente 20% disto. Com margens saudáveis e um ROIC acima de 20%, além de uma confortável posição de caixa líquido, a empresa está preparada para um ciclo de expansão, seja pelo crescimento natural dos negócios digitais, seja de forma inorgânica com a continuidade dos bem-sucedidos movimentos de M&A (a exemplo recente de Flexdoc, VSoft e Mitra). Avaliada em R\$ 2B pelo mercado, com aproximadamente R\$ 400M de geração de caixa, sem dívida e com alta remuneração de dividendos aos acionistas, vemos na Valid um grande potencial de valorização com baixo risco. Estimamos o valor justo potencial de Valid em mais de R\$ 4B.

A **Log** (LOGG3) é uma incorporadora e gestora de galpões logísticos. A companhia, que foi um spin-off do grupo MRV, é especializada em construir grandes galpões logísticos com o melhor padrão construtivo do Brasil, alcançando baixíssimos níveis de vacância em poucos anos (seus imóveis mantêm mais de 95% de ocupação e menos de 1% de inadimplência, muito melhor do que a média da indústria).

A demanda por galpões logísticos no Brasil segue em alta demanda. Seus clientes, principalmente empresas de comércio eletrônico, buscam constantemente ampliar infraestrutura logística próxima aos centros urbanos consumidores. A Log percebeu essa tendência de aproximação da armazenagem do endereço final do consumidor e saiu do

CARTA AO INVESTIDOR

mercado saturado de galpões em SP/RJ para expandir em outras regiões do Brasil. Sua visão foi bem-sucedida, lançando mais de 3 milhões de m² de área bruta locável de galpões nos últimos três anos, com ótimo nível de absorção pelo mercado.

Ao conseguir desenvolver e vender os imóveis com mais velocidade, a Log tem sido capaz de entregar alto retorno ao acionista. A margem bruta da incorporação ao redor de 35% é semelhante às incorporadoras de imóveis residenciais de alta renda, no entanto o produto da Log é vendido mais rápido e enfrenta menos concorrência. Como as negociações de venda são, em geral, para grandes compradores institucionais, como fundos imobiliários e de renda fixa que buscam manter o recebimento de aluguéis de alta qualidade na carteira, a Log consegue receber e reciclar o capital mais rapidamente. Por outro lado, ao contrário das incorporadoras residenciais, a Log auferir receitas de administração dos galpões enquanto não os vende.

A companhia contraiu dívidas no mercado para viabilizar o último ciclo de expansão, que a trouxe a um patamar de quase 1,5M de m² de área bruta locável sob gestão e mais de 1M de m² vendidos anualmente. O aumento do custo da dívida, no entanto, gerou despesas financeiras crescentes, que superaram R\$ 200M nos últimos doze meses, incorridos sobre um endividamento que supera R\$ 2B.

A companhia está focada em continuar o ciclo de reciclagem de galpões, amortizando parcela da dívida e reinvestindo em localizações com alta demanda. A proximidade da redução de Selic também eleva expectativas de melhoras no resultado financeiro.

O resultado bruto da administração de galpões é de aproximadamente R\$ 250M anuais, que vem crescendo com o aumento do tamanho do portfólio e supre todos os gastos administrativos e comerciais da empresa, de forma que o resultado da incorporação é convertido em geração de caixa para pagamento de credores e acionistas. Esperamos um nível de reciclagem ao redor de R\$ 1B ao ano, que com margem bruta de 35% deve garantir um fluxo de caixa anual de R\$ 350M. Na medida em que a despesa financeira se reduza, vislumbramos um caminho claro para aumento do caixa disponível aos acionistas, dos atuais ~R\$ 200M para mais de R\$ 300M.

Negociada a R\$ 1,8B no mercado, equivalente a 0,5x o valor patrimonial e 4,8x o lucro, vemos espaço para valorização do ativo para mais de R\$ 3,0B, o equivalente ainda a menos de 1,0x o seu valor patrimonial e menos que 6x o lucro esperado.

A **Lavvi** (LAVV3) é uma incorporadora imobiliária focada em alta renda na cidade de São Paulo com décadas de histórico e sempre administrada pela mesma família controladora. É uma empresa que busca ciclos mais rápidos de incorporação, mantendo baixo estoque de terrenos. São poucos lançamentos por ano, com alta velocidade de vendas. Seus clientes são menos dependentes de linhas de financiamento, razão pela qual a demanda tem sido quase insensível ao aperto monetário.

Com margens brutas de 35% e ROE de 25%, uma estrutura de capital leve e sem dívidas, a companhia é capaz de remunerar bem os acionistas. A liderança da empresa é também

CARTA AO INVESTIDOR

controladora da base acionária, mantendo interesses bem alinhados.

Iniciamos nossa posição em Lavvi no começo de 2025, quando era avaliada em R\$ 1,8B. Atualmente a empresa vale R\$ 2,6B, equivalente a 6x lucro e 1,7x o seu valor patrimonial. Acreditamos que, mesmo após a alta de 80% nas ações neste ano, ainda há espaço para apreciação do papel com os últimos lançamentos sendo reconhecidos no balanço ao longo dos próximos anos, bem como com a participação até agora bem-sucedida da companhia no segmento MCMV. Estimamos um valor justo próximo a R\$ 3B.

A **Oceanpact** (OPCT3) é uma prestadora de serviços para a indústria de petróleo e gás offshore. Nossa tese se baseia no aumento das diárias das embarcações da companhia por conta da alta demanda das petroleiras e baixa oferta de embarcações de suporte, dada quase uma década de estagnação nos investimentos pelos concorrentes deste mercado. O maior risco para a tese é a alavancagem, que se encontra em 2,0x DL/EBITDA, com uma dívida líquida de R\$ 1,1B, sendo que a companhia tem um valor de mercado de R\$ 1,5B.

Desde nosso investimento inicial, a empresa conseguiu entregar a renovação de contratos de afretamento relevantes com a Petrobras em níveis atrativos de preços diários, enquanto conseguiu rolar praticamente toda sua dívida a taxas menores, reduzindo o risco da tese, concretizando nossas expectativas. Nossa estimativa de valor justo é aproximadamente R\$ 2,5B.

A **Vittia** (VITT3) é pioneira no desenvolvimento e comercialização de insumos agrícolas especiais. É uma empresa familiar, fundada em 1971, com um longo histórico de desenvolvimento de novas tecnologias e de aquisições, que a transformou em uma das líderes nacionais em insumos de alto valor agregado.

Especializada em biotecnologia, a Vittia produz insumos agrícolas para nutrição e defesa vegetal, com foco em inoculantes, fertilizantes especiais e defensivos biológicos. O grande diferencial das soluções biológicas são sua maior eficácia e sustentabilidade, como alternativas aos produtos químicos tradicionais. São produtos que melhoram a nutrição das plantações, aumentam produtividade do solo a longo prazo e combatem pragas e doenças agrícolas com mínimo impacto ambiental e menos riscos à saúde humana.

Com um portfólio diversificado, a Vittia opera em todas as regiões do país, com mais de R\$ 800M de receita anual. Acreditamos que o mercado subestima seu potencial de crescimento, que deve ocorrer com a consolidação do setor, contínuo desenvolvimento de novos produtos e a maior utilização de biológicos em outros tipos de cultura além do milho e soja.

O mercado de insumos agrícolas no Brasil está em constante expansão, aumentando produtividade das terras e penetrando regiões menos desenvolvidas. Nesse contexto, porém, o crescimento da utilização de produtos biológicos fez com que uma indústria nascente há dez anos se tornasse uma potência hoje.

Segundo dados da Abisolo, o mercado total de fertilizantes brasileiro corresponde a aproximadamente R\$ 70B de faturamento anual. Desse montante, 30% são fertilizantes especiais, equivalente a cerca de R\$ 20B. Há dez anos os fertilizantes especiais não passavam

CARTA AO INVESTIDOR

de R\$ 5B de faturamento, o que significa um crescimento mais de 15% ao ano nesse período.

Já nos defensivos os números são ainda mais impressionantes. Atualmente o mercado total de defensivos corresponde a aproximadamente R\$ 100B de faturamento anual. Os biológicos vêm tomando espaço incrivelmente rápido. Crescendo quase 50% ao ano nos últimos cinco anos, os defensivos biológicos já atingiram 5% do mercado total e muitos acreditam seguir a mesma trajetória dos fertilizantes especiais. O futuro do mercado de biológicos é promissor, já que esses produtos podem complementar e até substituir defensivos químicos.

Desenvolvidos a partir de ingredientes naturais, como extratos de plantas e microrganismos como fungos e bactérias, defensivos biológicos apresentam menor toxicidade e maior eficácia, sendo formulados especificamente para as pragas ou doenças das lavouras e evitando efeitos colaterais indesejados. Em contrapartida exigem aplicação mais cuidadosa e maior cuidado com a logística.

Mesmo sendo um mercado ainda muito pulverizado, a Vittia já se destaca entre as líderes, com uma participação de aproximadamente 5% nesses segmentos. Poucas empresas juntas líderes controlam cerca de 50% do mercado: Koppert, uma empresa holandesa, Biotrop, que agora faz parte do grupo belga Biobest, Simbiose e Vittia.

O crescimento acelerado da demanda dessa indústria, aliado a fusões e aquisições, aqueceu o interesse de novos entrantes. Muitos viram a possibilidade de produzir produtos biológicos sem muita tecnologia, apostando que o cultivo de fungos e bactérias era simples o suficiente para poder gerar um faturamento rápido e que, em seguida, seriam capazes de vender seus negócios por um múltiplo de receita. Esse fenômeno fez com que nos últimos anos dezenas de novas empresas passassem a produzir insumos biológicos de baixa qualidade, comprometendo preços, margens e reputação do produto no Brasil. Felizmente esse fenômeno já deu sinais de esgotamento. Ficou claro que a produção de microbiológicos em escala demanda tecnologia, estruturas industriais modernas e fluxos logísticos eficientes.

Os produtores agrícolas também começaram a reconhecer que a eficácia desses insumos pode ser radicalmente diferente a depender do seu fabricante, apesar do agente biológico em si ser o mesmo. Poucos serão os vencedores nesse mercado. Da mesma forma que o mercado de insumos tradicionais se consolidou, é clara a tendência no mercado de insumos especiais.

Apostamos que Vittia será uma dessas vencedoras, mantendo-se líder de uma indústria em crescimento e consolidação. A Vittia, com suas oito plantas industriais localizadas em São Paulo e Minas Gerais, possui uma capacidade de produção superior a 350 milhões de doses de defensivos microbiológicos, macrobiológicos, inoculantes, fertilizantes foliares e organominerais, tanto em forma líquida quanto sólida.

Ao controlar todas as etapas da cadeia, da pesquisa à comercialização, a Vittia garante eficiência na distribuição e reforça sua posição de liderança. Além disso, a Vittia já não precisa fazer novos investimentos para expansão fabril.

Nos últimos doze meses a Vittia gerou aproximadamente R\$ 800M em receita, porém com uma das menores margens brutas da sua história, próxima a 30%. Ainda vemos a crise do setor

CARTA AO INVESTIDOR

agrícola brasileiro, que assola os produtores desde a safra de 2023/24, impactando a velocidade de expansão do portfólio e de margens. Uma normalização do ambiente competitivo, mediante consolidação do setor, deve trazer as margens brutas mais próximas do histórico, de 35%, o que já é suficiente para normalizar a margem líquida dos atuais 9% para 14%. Com o crescimento da adoção de produtos biológicos e desenvolvimento de soluções para novas culturas, esperamos também robusto crescimento de faturamento nos próximos anos.

A Vittia está avaliada em R\$ 700M no mercado, com uma dívida líquida de R\$ 115M, em nível saudável equivalente a 0,8x o seu EBITDA, bem abaixo da média da indústria. Enxergamos o potencial da receita superar R\$ 1B nos próximos anos, o que, aliado à expansão de margens, deve gerar um lucro próximo a R\$ 150M e um fluxo de caixa livre de aproximadamente R\$ 200M. Estimamos o valor justo potencial de Vittia acima de R\$ 2B.

A **Tupy** (TUPY3) é líder global na fabricação independente de blocos e cabeçotes de motores para máquinas e veículos pesados, com mais de 50% da receita vinda de exportações para mercados desenvolvidos. Ao longo do tempo a companhia avançou na cadeia ao ofertar serviços com maior valor agregado aos seus clientes, como usinagem e aplicação de ligas metálicas patenteadas. Nos últimos quatro anos a Tupy também adquiriu duas companhias que, além de aumentar sua capacidade produtiva, possibilitaram ainda mais o avanço na cadeia produtiva através da prestação de serviços críticos às montadoras.

Nos tornamos acionistas da Tupy em julho de 2020, quando a companhia era avaliada pelo mercado em R\$ 1,8B. À época encontramos um modelo de negócio gerador de caixa, contratos de longo prazo com as principais montadoras de veículos pesados do mundo e uma posição de liderança no seu segmento.

Até a consolidação da primeira aquisição, a Tupy faturava menos de R\$ 5B e gerava um EBITDA de R\$ 700 milhões através de suas três fábricas, que tinham capacidade produtiva de 680 mil de toneladas por ano.

Por conta de novos contratos firmados e duas relevantes aquisições, Teksid e MWM, nossa investida dobrou de tamanho. A evolução no turnaround e capturas de sinergias da operação da Teksid já é realidade. Em 2018, por exemplo, as operações da Teksid apresentavam margem EBITDA de 7%, antes de serem adquiridas, enquanto a Tupy apresentou margem de 14% no mesmo ano, operando essencialmente o mesmo modelo de negócio. Como esperado, nos primeiros períodos de integração a rentabilidade consolidada caiu para 11,6%, mas já em 2024 os esforços internos elevaram este número aos 13,4%, com uma base significativamente maior de receita.

Já a MWM acelerou a tese de avanço na cadeia de fornecimento, trazendo novos clientes e o conhecimento necessário para realizar a etapa mais crítica da fabricação de um motor, a montagem completa. A MWM desenvolve e monta motores de grande porte, responsáveis por R\$ 1,6B de receita anual. Além disso, conta com uma linha de venda de serviço e peças de reposição, que contribuem com mais R\$ 600M de receita, crescendo mais de 15% ao ano, e entregam margens EBITDA de 25%. A MWM também vende grandes geradores de energia

CARTA AO INVESTIDOR

elétrica, movidos a combustão, utilizados em hospitais, eventos, fazendas e indústrias. Por fim, a MWM ainda trouxe uma incipiente, mas promissora linha de desenvolvimento de bioplantas, nas quais produtores agrícolas utilizam resíduos para geração de energia. Após consolidação das aquisições, entrada em novos segmentos e ganhos de contratos, a Tupy alcançou uma receita de R\$ 10B em 2024, com capacidade de produção de cerca de 960 mil toneladas. Do lado da rentabilidade, no entanto, as integrações e sinergias ainda em curso levaram a um EBITDA de “apenas” R\$ 1,3B.

Apesar de diversos avanços internos, os últimos meses vêm se mostrando desafiadores para a companhia, particularmente por conta das tarifas de importação generalizadas anunciadas desde março deste ano pelo presidente dos EUA. Em agosto os ruídos aumentaram com o anúncio de uma sobretaxa de 50% às exportações brasileiras para os EUA. Apesar de uma baixa exposição direta de exportações a partir do Brasil (14% da receita apenas, dado que a maior parte é fabricada na planta do México), a Tupy vem sendo impactada por esta incerteza, uma vez que os compradores estão esperando mais definições sobre as tarifas e postergando importações, reduzindo drasticamente níveis de estoques nas concessionárias. A receita da Tupy para a indústria de veículos comerciais nos EUA caiu 25% frente ao ano passado.

Ainda assim, entendemos que há um componente cíclico nos mercados. Não acreditamos que os EUA irão reduzir o consumo de transporte de cargas, nem que haverá substitutos para a Tupy. Percebemos com clareza que o arrefecimento de demanda é conjuntural, baseados em dados da própria indústria. Enquanto as vendas de veículos cederam 10% em 2025, a produção caiu mais de 20%.

Por fim, o impacto dos eventos recentes e repentinos no volume de produção mascarou todos os avanços realizados pela Tupy e suas aquisições. Vemos um futuro promissor para a companhia, que aproveitou a conjuntura para otimizar fábricas, cortar custos e reorganizar prioridades, além de acelerar novos negócios em curso.

Com a normalização de demanda e aproveitando os ganhos de sinergia e otimização de despesas que foram impostos nesse ciclo, vemos a Tupy superando a marca de R\$ 12B de faturamento e R\$ 1,5B de geração de caixa nos próximos anos. Enxergamos grande potencial de valorização no ativo, que voltou a ser negociado a apenas R\$ 1,8B, o mesmo valor da nossa entrada há cinco anos, antes da aquisição de MWM e Teksid, quando a receita era de apenas R\$ 4,2B e geração de caixa não superava R\$ 700M.

Estimamos um valor justo acima de R\$ 4,0B para Tupy.

A **Randon** (RAPT4) é uma empresa tradicional no segmento de implementos rodoviários e autopeças. Com marcas reconhecidas e presença internacional, a Randon atende tanto mercado primário (OEM) como secundário (reposição). Segregamos os negócios da Randon em quatro linhas complementares.

Em primeiro destacamos a fabricação e revenda de autopeças para reposição, negócio operado por sua controlada Fras-le e que é responsável por aproximadamente 40% da receita consolidada do grupo. Essa é uma linha resiliente e menos cíclica, dado que a maior parte do

CARTA AO INVESTIDOR

portfólio é composto por peças que são desgastadas naturalmente pelo uso e precisam ser trocadas recorrentemente, como freios e amortecedores.

Em segundo, temos a produção de autopeças para caminhões novos (OEM), correspondendo a aproximadamente 30% da receita consolidada. Aqui os principais clientes são grandes montadoras de veículos, atendidas por um portfólio de peças que ficam abaixo do motor, como eixos, suspensão e sistema de freios.

O terceiro segmento remete à fabricação de implementos rodoviários (Montadora), que são as famosas “carretas” responsáveis pelo armazenamento dos produtos para transporte, guiadas por caminhões. A Randon é líder do mercado nos principais tipos de carretas utilizados no Brasil, sendo este o mais antigo negócio do grupo, mas que corresponde a aproximadamente 20% da receita consolidada.

Por fim, a Randon tem o negócio de serviços financeiros, que engloba as operações da administradora de consórcios Randon, o Banco Randon, Randon Seguros e duas empresas de tecnologia e automação industrial, que correspondem a aproximadamente 10% do faturamento consolidado.

A Fras-le, da qual Randon ainda detém 51% de participação, se consolidou como grande tese de crescimento e consolidação de mercado através de bem executadas aquisições. Sua receita demonstrou resiliência através de um diversificado leque de peças de reposição e canais de distribuição construídos em diversas geografias. São mais de 30 mil produtos vendidos através de 25 marcas em 125 países. Esta operação individualmente deve alcançar um faturamento de R\$ 5,6B em 2025, com margens EBITDA que já se aproximam a 20%.

No segmento de autopeças para caminhões novos (OEM), a Randon é controladora das marcas líderes de eixos, suspensões e freios para veículos pesados no Brasil: Suspensys, Master, Jost e Castertech. Com histórias bem-sucedidas de aquisições e ganhos de contratos relevantes, como terceirização integral da fabricação de eixos Mercedes Benz, essa unidade deve superar a marca de R\$ 4,5B de faturamento em 2025 com margem EBITDA de 12%.

Essa linha de negócios sofreu com queda de vendas no último ano, diante do cenário ruim do mercado de veículos pesados no Brasil. Essa queda foi compensada pela consolidação das aquisições, de forma que o faturamento ainda deve ficar 20% acima do ano anterior, porém trazendo mais peso para o endividamento da companhia.

Na fabricação de implementos (Montadora), onde a Randon detém 25% de market share nacional, vemos ainda maior ciclicidade. Os principais implementos Randon são destinados ao transporte de cargas do agronegócio, como a carreta Graneleira e Basculante.

A queda na venda de veículos pesados foi mais acentuada naqueles destinados ao agronegócio devido à crise que o setor enfrenta. Até setembro deste ano a indústria de Graneleiros e Basculantes vendeu 34% a menos que o ano anterior. Com pouco espaço para redução de custos fixos, o EBITDA dessa unidade caiu de R\$ 220M em 2024 para zero em 2025.

Acreditamos que a queda de vendas de caminhões é temporária. A produção nacional de

CARTA AO INVESTIDOR

grãos vem gradativamente aumentando no Brasil e a demanda por transporte e armazenagem deve acompanhar. Nos últimos dez anos a produção de grãos saiu de aproximadamente 200M de toneladas para 350M, enquanto a frota de caminhões aumentou em apenas 20% no mesmo período. Estimamos um volume mínimo anual de 75 mil caminhões novos apenas para manutenção da frota do país, cobrindo a obsolescência e sinistros anuais, sem crescimento efetivo do tamanho da frota. Em 2025 esse número deve ser menos de 70 mil.

Uma retomada do setor agro, aliado a queda do custo do financiamento, deve impulsionar a retomada da demanda reprimida por caminhões no país, a fim de repor veículos antigos e acompanhar a crescente demanda por transporte de grãos.

Na linha de serviços financeiros da companhia, que correspondem ao financiamento e a venda de cartas de consórcio, a Randon surpreendeu o mercado com rápido crescimento e elevada rentabilidade. Nos últimos anos essa unidade passou a ofertar seus serviços para clientes além do ecossistema de revenda próprio da Randon, o que a permitiu sair de um faturamento de R\$ 190M em 2019 para aproximadamente R\$ 1B este ano.

Somente com os negócios atuais, a Randon deve apresentar, em um cenário 'normal' de demanda, R\$ 760M de geração de caixa advinda da sua participação em Fras-le, R\$ 200M da montadora, R\$ 400M de autopeças e R\$ 120 M dos serviços financeiros. Consolidando a participação da Randon em suas subsidiárias e desconsiderando vendas entre empresas do grupo, a geração de caixa consolidada deve superar R\$ 1,5B. Apesar da dívida financeira operacional de aproximadamente R\$ 4,7B, considerando a mesma proporção de Randon nas subsidiárias, vemos desconto nas suas ações, que avaliam o grupo Randon em apenas R\$ 1,8B.

É importante destacar também que o grupo Randon possui um ótimo histórico de expansão inorgânica, sendo capaz de integrar novas marcas e produtos, absorvendo sinergias de escala, eficiência operacional e domínio de canais de distribuição.

A Fundação Menegotti, por exemplo, adquirida em 2021 por R\$ 87M, viu sua geração de EBITDA aumentar de R\$ 4M para R\$ 43M em três anos. A Nakata, fabricante de sistemas de suspensão adquirida em 2022 viu um aumento de EBITDA de R\$ 70M para R\$ 280M. A própria Fras-le foi um motor de crescimento inorgânico. Com 49% do seu capital listado na bolsa, essa subsidiária sozinha é avaliada em mais de R\$ 6,2B. Só em 2025, a Randon adquiriu a AXN, fabricante de autopeças OEM nos EUA, a EBS, com exposição a autopeças no mercado europeu, e a Dacomsa, com revenda de peças de reposição no México.

Ao consolidar essas aquisições, o grupo Randon elevou sua receita em quase R\$ 2B, mas também aumentou o seu nível de endividamento. A companhia deve encerrar 2025 com um nível de dívida líquida/EBITDA próximo de 3,0x. O custo financeiro, agravado pela alta da Selic, pesa no balanço e tem impactado significativamente o lucro líquido. Com a integração das aquisições recentes, esforços internos em eficiência, redução de nível de estoques para liberação de capital de giro e aumento de capital para amortização de dívida, vemos um caminho claro para desalavancagem, que deve chegar a menos de 2,0x em 2027.

CARTA AO INVESTIDOR

São pilares da tese de investimento a normalização das vendas de veículos, as integrações das aquisições recentes e desalavancagem financeira. Estimamos para a companhia um valor justo atual, ponderado pelo risco de execução, acima de R\$ 4,0B, muito acima do valor atual de mercado de R\$ 1,8B.

A título de comparação, o mercado atribui um valor de R\$ 3,1B à participação de 51% em Frasle, dado que as ações dessa subsidiária são negociadas em bolsa. O braço financeiro do grupo, Rands, recebeu investimento de um grande fundo de Private Equity que avaliou a participação da Randon nesse negócio em R\$ 1,2B. Considerando que a montadora e autopeças devem gerar um EBITDA de R\$ 520M, já líquido das operações intercompany e proporcional a participação de Randon, e considerando a média de negociação em bolsa de outras indústrias similares no Brasil de 6x EV/EBITDA, poderíamos inferir um valor de R\$ 3,1B para estes negócios. Mesmo descontando a dívida operacional proporcional da montadora e autopeças de R\$ 3,7B, vemos o potencial de valor para Randon 100% acima do valor atual de suas ações.

DTVM

4UM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CNPJ: 76.621.457/0001-85
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

GESTÃO

4UM Gestão de Recursos Ltda.
CNPJ: 03.983.856/0001-12
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Principais fatores de risco: Risco de Crédito, caracterizado pela possibilidade de que os emissores de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO ou as contrapartes do FUNDO nas operações realizadas com seus títulos e valores mobiliários não cumpram suas obrigações; Risco de Mercado, caracterizado pela possibilidade de variação do preço ou rendimento dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, em função de alterações nos fatores de mercado que os determinam; Risco de Liquidez, caracterizado pela possibilidade de haver pouca ou nenhuma demanda pelos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO nos mercados em que são negociados, devido a condições específicas desses títulos e valores mobiliários ou dos mercados em que são negociados. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

Signatory of:



4um.com.br



4um-investimentos