



CARTA AO INVESTIDOR
2º TRIMESTRE DE 2024

CARTA AO INVESTIDOR

Descontos e Oportunidades no Mercado.

A bolsa brasileira é destaque negativo no mundo nesse primeiro semestre. A queda de -7,7% do Ibovespa, em reais, vai na contramão do resto das principais economias mundiais. Enquanto as maiores bolsas na Europa, EUA e Ásia apresentam rentabilidades baixas, porém positivas, o Brasil se destaca negativamente. Em dólares, o MSCI World apresenta +10,8% de alta em 2024, enquanto o MSCI Emerging Markets apresenta +6,1%. Quando analisado em dólares, a performance do Ibovespa é ainda mais deprimente, com -19,6% de retorno, em um claro sinal de aversão, por parte de investidores estrangeiros e locais, aos riscos crescentes da nossa economia.

Ao redor do globo, os investidores vêm se frustrando com a demora na queda dos juros, fato que seria o grande gatilho para performance de ativos de risco no ano. Ao longo dos últimos meses essa expectativa foi sendo postergada, principalmente devido aos comunicados do FED frente aos sinais de uma economia aquecida nos EUA, com inflação e empregos em alta. Sem essa queda de juros, o desempenho de bolsas ainda é tímido.

No Brasil, no entanto, a situação é muito pior. É certo que os preços de ativos aqui também reagem a essas condicionantes macroeconômicas internacionais, porém o desempenho da nossa bolsa é muito inferior às demais. Poderíamos discorrer sobre algumas das razões por trás desta triste performance da nossa bolsa, que é impossível não atribuímos a dinâmicas próprias brasileiras. No entanto vamos evitar o diagnóstico macroeconômico e concentrar esforços em identificar oportunidades para nossos cotistas, bem como refletir sobre os ativos que compõem nosso portfólio hoje.

Das 86 ações listadas que compõe o Ibovespa, 67 apresentam retorno negativo no ano (equivalente a 77% das ações). Das poucas que apresentam retornos positivos, grande parte é

em função dos seus negócios serem positivamente afetados pela desvalorização do real, como Suzano, Klabin, JBS, BRF, Marfrig, 3R e Petrobras.

Os setores econômicos mais afetados negativamente têm sido o setor imobiliário (índice IMOB da B3 com -17% de retorno) e consumo (índice ICON da B3 com -14% de retorno). O setor “consumo” é razoavelmente amplo, dentro do qual se destacam os subsetores de educação e saúde com piores performances.

Ao observarmos o desempenho por tamanho de empresa, notamos que empresas menores têm sofrido mais, na média, do que as maiores. O índice SMLL, composto pelas companhias listadas de menor capitalização que não compõem o Ibovespa, apresenta -14,9% de retorno, enquanto o Ibovespa, composto pelas companhias maiores apresenta -7,7%.

Nosso fundo 4UM Small Caps FIA não passa ileso nessa conjuntura. Nossa estratégia é fundamentalmente a compra de boas empresas com menor valor de mercado e com maior potencial de valorização. Nosso portfólio atual é composto, aproximadamente, por 30% de empresas imobiliárias ou de educação, 20% de indústrias e 30% de tecnologia, com o saldo residual aplicado em caixa e outros setores pontuais.

Apesar do histórico de alfa de mais de 6% ao ano nos últimos 16 anos, o que nos coloca entre os mais longevos e bem-sucedidos fundos da indústria brasileira, janelas curtas de retorno negativo são comuns na nossa história. O 4UM Small Caps FIA apresenta retorno de -10,7% acumulado em 2024. A título de comparação, nos últimos 36 meses o 4UM Small Caps FIA apresenta apenas -1,6% de retorno, porém muito melhor do que os -35,7% do índice SMLL e mesmo dos -3,3% do Índice Quantum de Gestão Ativa (que representa a média de performance dos gestores ativos de ações no Brasil, entre todas as categorias).

CARTA AO INVESTIDOR

Podemos identificar dois principais destaques negativos de performance no ano, que juntas contribuem com 625bps negativos de performance, mais da metade da queda de valor das cotas do fundo. São elas EZTEC e Cruzeiro do Sul Educacional. Enxergamos, em ambas, claras oportunidades.

Em primeiro lugar destacamos EZTEC (EZTC3), cujas ações desvalorizaram -30% no começo do ano, após valorização de +41% em 2023. A companhia é uma das principais incorporadoras de São Paulo, atuando há quase 50 anos na capital paulista, com apreciável histórico de sucesso e rentabilidade.

As ações do setor de incorporação vêm sofrendo desde 2021 com o início do ciclo de alta de juros, tendo esboçado alguma reação durante boa parte do ano passado. No entanto o Índice IMOB, como comentamos acima, cai -17% em 2024. Das 18 empresas que o compõem, 15 estão com retornos negativos no ano. Acreditamos que a perspectiva de que juros ficarão elevados por mais tempo, decepcionando projeções do começo do ano, tenha impactado essas empresas, especialmente as incorporadoras cujo foco é média/alta renda. Como o público deste segmento contrata financiamentos imobiliários com taxas de mercado, a demanda é bastante sensível à juros. Outras incorporadoras com foco maior em produtos do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) contam com o financiamento subsidiado pelo governo, que independe das variações de taxas de mercado.

Seguimos convictos na alocação em EZTEC devido a atratividade do preço atual, aliado a qualidade da empresa e ao balanço robusto que a companhia mantém. Dentre as companhias listadas, é a única que passou por todas as crises, desde que foi listada em 2007, sem auferir prejuízos. Também é uma das poucas companhias desse setor que resistiu à tentação de diversificação nacional, evitando os problemas que assolaram outros

concorrentes ao expandirem para outras regiões.

A EZTEC apresenta margens brutas saudáveis nos seus empreendimentos, variando entre 30 e 50% ao longo dos anos. Ao contrário das concorrentes, a companhia conta com um amplo estoque de terrenos, adquirido ao longo de décadas, que lhe dá mais flexibilidade para escolher a localização dos lançamentos. Além disso, a EZTEC é uma das empresas do setor com a menor alavancagem, apresentando praticamente uma posição de caixa líquido, enquanto concorrentes registram dívidas líquidas que as vezes superam o próprio valor de mercado da companhia.

Atualmente a EZTEC é avaliada pelo mercado em apenas R\$ 2,9 bilhões, o que é menor do que a soma do caixa (R\$ 1,9 bilhão), custo dos seus terrenos (R\$ 1,2 bilhão) e do valor dos apartamentos prontos para venda (R\$ 820 milhões), já líquidos do endividamento da empresa (-R\$ 850 milhões). Isto significa que as unidades em construção, lançamentos futuros, o saldo de recebíveis e a valorização dos terrenos estão sendo completamente negligenciados pelo mercado, ativos que atribuímos, no mínimo, R\$ 2 bilhões de valor adicional. Em nossa visão o cenário precificado pelo mercado parece exageradamente pessimista, implicando que a companhia não deve lançar novos empreendimentos e que deve ser liquidada por um valor inferior ao custo histórico dos seus ativos. Os atuais níveis de preço representam uma excelente oportunidade de compra das ações de EZTEC.

O segundo destaque a comentar é Cruzeiro do Sul Educacional (CSED3), cujas ações desvalorizaram -30% no ano, após valorização de +48% em 2023. Fundada em 1965, a Cruzeiro do Sul é o 4º maior grupo de educação superior do Brasil, com 168 mil alunos no ensino presencial, 336 mil alunos matriculados na modalidade de ensino a distância e mais de 27 campi espalhados pelo país.

CARTA AO INVESTIDOR

Os principais concorrentes da Cruzeiro do Sul listados em bolsa são Ânima (ANIM3), Ser Educacional (SEER3), Cogna (COGN3) e Yduqs (YDUQ3). As ações destas quatro concorrentes apresentam desvalorizações de, na média, -43% no ano, enquanto a Cruzeiro apresenta queda de -30%.

Por diferentes métricas consideramos a Cruzeiro do Sul não apenas uma boa escolha de investimento em absoluto, mas também a melhor escolha dentro do setor de educação. A companhia possui as melhores notas de qualidade dos seus cursos, com mais de 70% destes recebendo notas 4 ou 5 no IGC pelo MEC. Além disso a Cruzeiro do Sul possui excelente histórico de aquisições, tanto pela qualidade quanto pelo preço pago nos ativos. Ao adotar estratégia focada em instituições com reconhecimento regional e alto nível de ensino, a Cruzeiro estabeleceu um robusto portfolio que valoriza sua marca. Esse foco em qualidade se reflete em uma base de alunos mais estável, com baixa inadimplência, que é até 30% menor que seus concorrentes (5,7% de inadimplência frente a média de 8,0% do setor).

Outro ponto de qualidade da Cruzeiro é sua baixa dependência de financiamentos estudantis e subsídios governamentais. Os alunos provenientes destes programas representam menos de 5% da base total. Em termos financeiros a Cruzeiro do Sul se destaca como a empresa menos alavancada do setor, com uma dívida líquida que representa apenas 1,0x o seu resultado operacional (EBIT), enquanto a média do setor supera 4,0x.

Vemos na Cruzeiro do Sul uma barganha, de empresa de qualidade com preço atrativo. Em termos relativos a atratividade é gritante. Sob a ótica de "Enterprise Value", que é agnóstica ao endividamento, a companhia negocia a 5,7x o resultado operacional, frente a uma média de 13x do setor. O fluxo de caixa operacional, já descontado da necessidade de investimentos e arrendamentos, representa 10% do valor de

mercado da Cruzeiro do Sul (a média do setor é apenas 5%). Olhando sob a ótica de "Equity", a companhia negocia a 6,9x o lucro líquido anual, frente a uma média de 8,9x do setor. Por fim, sob a ótica mais conservadora de pagadora de dividendos, a Cruzeiro vem distribuindo aproximadamente 4,0% de yield aos seus acionistas, enquanto a maior parte dos concorrentes sequer foi capaz de distribuir algum dividendo.

Outro ponto que nos parece subestimado pelo mercado é o potencial valor das vagas de medicina da companhia, um dos cursos mais rentáveis e almejados do país. Podemos usar referências em outras transações de mercado para estimar o valor desse ativo. A Cruzeiro do Sul, após a mais recente aquisição da FAPI, conta com 839 assentos do curso de medicina, com outros 670 que já possuem aprovação liminar, mas aguardam liberação definitiva do MEC. Nos últimos anos vimos dezenas de transações precificando cada assento entre R\$ 1,2 a R\$ 2,1 milhões, o que nos parece razoável dado o fluxo de caixa gerado por cada aluno de medicina. Isso significa que os assentos de medicina Cruzeiro do Sul podem valer, isoladamente, entre R\$ 1 e 3 bilhões. Hoje a Cruzeiro do Sul inteira é avaliada em apenas R\$ 1,3 bilhão.

É natural que queda nos preços das ações causem anseios aos investidores. Ao longo dos anos, no entanto, aprendemos a celebrar esses momentos, pois são quando as principais oportunidades de compra aparecem. Estamos reforçando nossas convicções, e construindo novas teses de investimento para colher frutos no futuro. Uma análise da performance do fundo em janelas mais longas deve tranquilizar esses ânimos, pois demonstramos mais de uma vez como a paciência e diligência são chaves para geração de valor.

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