



CARTA AO INVESTIDOR
4º TRIMESTRE DE 2024



CARTA AO INVESTIDOR

Irracionalidade ou razoabilidade nos mercados.

Ao encerrarmos o ano de 2024 com o mercado em estado de alerta, é natural questionarmos se há alguma irracionalidade nesse pessimismo.

Os mercados financeiros podem ser extremamente eficientes na precificação de ativos pois contam com milhares de agentes bem-informados que negociam livremente, refletindo nos preços de compra e venda suas próprias expectativas. O conjunto desses milhares de agentes forma preços que, em grande parte do tempo, são aproximações razoáveis sobre o futuro. A 'inteligência das massas' e a 'lei de grandes números' são fenômenos implacáveis, de forma que raramente um investidor individual será capaz de gerar retornos consistentemente acima da média do mercado.

No entanto esses mesmos agentes são suscetíveis a vieses e a momentos de irracionalidade. Quando as perdas se assomam e os prejuízos gritam, mesmo os investidores mais racionais podem tomar más decisões e 'vender tudo a qualquer preço'. Esses momentos de irracionalidade são quando a visão de longo prazo e disciplina permitem ao investidor individual superar o mercado.

O fato de que os preços caíram, no entanto, não é garantia ou sinônimo de irracionalidade. Ao final do ano de 2024 refletimos se o mau desempenho da bolsa é fruto de expectativas racionais sobre uma conjuntura em deterioração, ou de um pessimismo irracional generalizado.

Ao observarmos os principais indicadores macroeconômicos, vemos sinais de uma economia saudável que não justificaria tamanho pessimismo.

A taxa de desemprego deve encerrar o ano em torno de 6,4% e o crescimento do PIB próximo de 3,5%. No mercado de crédito, a dívida das

famílias como proporção do PIB está em 36% e a taxa de inadimplência em apenas 3,7% do total da carteira. Para as empresas, a dívida está em 56% e a inadimplência em 2,3%. Por fim, a inflação caminhará para 4,8% e a Taxa Selic terminou o ano em 12,25%. Nenhum desses números é preocupante, sendo todos dentro de uma razoável normalidade para o Brasil.

Mesmo a fotografia da situação fiscal do país não parece a mais terrível. O resultado primário de 2024 será próximo de -0,2% do PIB e a dívida bruta do governo se mantém abaixo de 80% do PIB.

Apesar da fotografia razoavelmente confortável, vemos primeiros indícios de maiores problemas ao avaliar a tendência desses mesmos números.

Apesar de um maior crescimento do PIB, acompanhando tendência internacional, o cenário de crédito vem sofrendo deterioração. Comparado a 2023, a dívida das famílias cresceu 1,2% do PIB e a inadimplência cresceu 0,2 p.p. No mercado de crédito para as empresas, o endividamento subiu 4,6 p.p. A inflação de 4,8% representa uma alta frente aos 4,5% de 2023, acompanhada por uma alta da taxa básica de juros, que passou de 11,75% para 12,25%.

No cenário fiscal, o resultado primário passou de um déficit de -0,1% do PIB para -0,2%, mesmo com aumento relevante de arrecadação. A dívida pública, apesar de ainda abaixo dos 80% do PIB, era de 74% e passou a 78%.

Ainda assim o mercado não vive de passado, mas sim de expectativas sobre o futuro. Economistas pesquisados pelo BCB no relatório Focus esperam que em 2025 a taxa de crescimento arrefeça para 2,0%, a taxa de inflação aumente para pelo menos 5,0% e a taxa Selic suba a 15,0%. No cenário fiscal, espera-se um déficit primário acentuando-se para -0,6% do PIB, com a dívida pública atingindo 82% do PIB.

CARTA AO INVESTIDOR

Já os participantes do mercado parecem ter uma visão ainda mais pessimista. Os preços de títulos públicos negociados no mercado apontam para uma inflação implícita para final de 2025 de 8,5% e uma Selic implícita próxima a 17,0%.

Com expectativas de inflação consistentemente acima da meta, o mercado parece apostar em uma situação insustentável. Níveis de câmbio desvalorizado (o real brasileiro perdeu 20% do seu valor frente ao dólar em 2024), juro nominal alto e déficit fiscal estrutural são combinações perigosas para um país emergente como o Brasil, onde a governabilidade é difícil, o populismo é recorrente, o crescimento é lento e a inflação é persistente.

O desempenho dos ativos brasileiros reflete essas expectativas. No mercado de renda fixa, enquanto o CDI acumulou 10,9% no ano, o IRF-M avançou apenas 1,9% e o IMA-B recuou -2,4%. Na renda variável o resultado do Ibovespa foi uma queda de -10,4% enquanto o Índice de Small Caps sofreu uma trágica queda de -25,0%.

Na nossa visão os preços estão baratos, porém refletem expectativas racionais e não são fruto de um pessimismo irracional. Com o Ibovespa rondando há mais de cinco anos os mesmos 120 mil pontos, muitos preços de ações são extremamente atrativos, oferecendo oportunidade de bons retornos a frente. Isso não significa necessariamente uma irracionalidade, pois ao mesmo tempo que temos essas oportunidades em renda variável, títulos públicos pagam mais de 7% ao ano acima da inflação e títulos de renda fixa privados pagam mais de 15% ao ano com baixo risco. A depreciação dos ativos de renda variável parece uma resposta razoável a uma conjuntura frágil, expectativas de inflação desancoradas e o custo de oportunidade elevado na renda fixa.

Diante desse cenário, conseguimos superar

este ano com perdas mais amenas nas estratégias de renda variável. Enquanto o Ibovespa sofreu queda de -10,4%, o 4UM Small Caps FIA registrou queda de -9,6% e o 4UM Marlim Dividendos registrou -8,8%.

No ano em que completamos 16 anos de história dos fundos de ações realizamos investimentos importantes para os portfólios. No 4UM Small Caps FIA tivemos três novos investimentos, e um desinvestimento no ano.

Em julho, concluímos a aquisição da Randon, um conglomerado de marcas que lidera as vendas de autopeças para veículos leves e pesados, além de ser o controlador da Fras-le e um dos maiores fabricantes de carrocerias para caminhões. Continuamos confiantes na tese de investimento na Fras-le, que integra nosso portfólio desde 2010. No entanto, ao investir no controlador da empresa, identificamos uma assimetria interessante entre preço e valor. Para referência, enquanto escrevamos esta carta, a Fras-le era negociada a R\$ 5,5 bilhões, enquanto Randon – que detém 52% das ações da Fras-le – é avaliada por apenas R\$ 2,8 bilhões.

Em setembro, incorporamos a Vittia ao nosso portfólio, uma das maiores empresas de insumos agrícolas de alta tecnologia, incluindo fertilizantes e defensivos biológicos. Apesar de ainda incipiente, o mercado de defensivos biológicos já mostra sinais claros de ser o futuro no agronegócio, com margens altas, eficácia comprovada para várias culturas, vendidos a preços inferiores à alternativa de defensivos tradicionais químicos, enquanto também se colocam como uma opção menos danosa ao meio ambiente e à saúde das pessoas. Acreditamos no crescimento sustentável desse mercado, no qual a Vittia deve continuar sendo líder.

Por fim, em julho, concluímos a venda de nossa participação na Enauta, após mais de quatro anos de investimento na empresa. Iniciamos nosso investimento na Enauta nos

CARTA AO INVESTIDOR

primeiros meses da pandemia, quando, em meio à crise do mercado, a empresa era avaliada em menos de R\$ 1,7 bilhão, apesar de ser lucrativa, bem administrada e possuir dois campos produtivos com custos competitivos. Desde então, a empresa avançou no desenvolvimento do Campo de Atlanta e diversificou sua base de ativos. Durante esse período, a Enauta distribuiu mais de R\$ 800 milhões em dividendos aos acionistas e, na véspera da fusão com a 3R Petroleum, foi avaliada em aproximadamente R\$ 6 bilhões, proporcionando-nos um retorno superior a 3 vezes o investimento inicial.

Ao longo do ano a principal contribuição positiva de performance veio mais uma vez de Valid. A companhia demonstrou resiliência na entrega de resultados, entregando o maior lucro da sua história em um ano repleto de desafios. A troca de equipe de administração da empresa marcou também uma transição de prioridades, encerrando um ciclo de ganhos de eficiência e corte de custos e iniciando um ciclo de expansão e novos negócios digitais.

Ao longo de 2024 a Valid usou a robusta geração de caixa das suas operações, bem como da venda de participações minoritárias em negócios adjacentes, para remunerar os acionistas e melhorar a estrutura de capital. Foram R\$ 130 milhões de pagamentos de dividendos e JCP, além de R\$ 10 milhões em recompra de ações. Ao mesmo tempo, a companhia amortizou mais de R\$ 100 milhões da dívida bruta, encerrando o ano com uma posição de caixa líquido e um EBITDA de aproximadamente R\$ 500 milhões. Ao ser negociada por menos de R\$ 2 bilhões, ainda vemos espaço para expressiva valorização das suas ações, razão pela qual mantemos a companhia como uma das principais no nosso portfólio.

No 4UM Marlim Dividendos FIA aproveitamos o cenário para promover alterações relevantes no portfólio, buscando teses com altíssima

qualidade financeira e elevada capacidade de distribuição de proventos aos acionistas.

Realizamos o investimento em Allos, Copel, Direcional, Fleury, Itaú, JBS, Lawvi, Log CP, Petrobras, PetroReconcavo, Santander, Sanepar, Tegma, Tim, Unipar, Valid e Vulcabras, companhias que negociam hoje com valuation atrativo em comparação com o seu pagamento esperado de dividendos. Ao mesmo tempo, realizamos o desinvestimento em Alupar, CSN, Engie, ISA CTEEP, Raízen e SLC Agrícola, teses que julgamos menos atrativas quando comparadas com o restante do nosso portfólio.

Vemos nossa carteira consolidada negociando com um Dividend Yield próximo de 9%, enquanto a relação Preço/Lucro fica próxima de 7 vezes, números que julgamos como altamente atrativos considerando o histórico da estratégia. Ao fazer a seleção de ativos, buscamos investir em companhias menos alavancadas, característica bem-vinda neste momento de juros elevados no país. De forma consolidada, nosso fundo possui uma relação de Dívida Líquida/EBITDA de 0,6 vezes. Seguimos confiantes na estratégia de investir em empresas de altíssima qualidade a preços atrativos.

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:

