



CARTA AO INVESTIDOR
1º TRIMESTRE DE 2024



CARTA AO INVESTIDOR

Importância da visão independente.

"It is impossible to produce superior performance unless you do something very different."

John Templeton

"Insanity is doing the same thing over and over again and expecting different results."

Albert Einstein

No mundo dos investimentos, a máxima "comprar barato e vender caro" é popularmente conhecida como a primeira e mais importante lição para todo investidor. No entanto, entendemos que a disciplina para navegar contra a corrente, evitando seguir a 'manada', é igualmente crucial, sendo talvez a segunda lição mais importante. Embora ambas pareçam óbvias, aplicá-las está longe de ser uma tarefa trivial.

Para a primeira lição, a dificuldade para a aplicação é fácil de visualizar: definir investimentos 'baratos' e 'caros' em termos absolutos é, no mínimo, desafiador. Se fosse tão simples, perdas seriam inexistentes neste mundo.

Na segunda lição, porém, a sua aplicação esbarra em problemas mais subjetivos. No turbilhão do mercado, discernir as tendências da "manada" é uma tarefa árdua. Cada compra encontra sua contrapartida em uma venda, e o pessimismo colérico das "manadas" vendedoras pode, por exemplo, ser visto como oportunidade para uma "manada" eufórica que busca aproveitar os descontos. No entanto, prever qual grupo terá razão é uma tarefa (quase) impossível. Neste exemplo, uma terceira "manada", que nada fez, ainda pode se provar a mais perspicaz de todas.

Independentemente de qual grupo tenha mais razão, a verdade é que raramente o investidor se diferenciará materialmente da média. Quando o fizer, será com algum grau de desconforto e incerteza.

Humildade é fundamental neste ambiente. Erros gritantes na precificação de ativos são raros e oportunidades que parecem boas demais para ser verdade geralmente o são. Subestimar o conhecimento coletivo embutido nos preços pode levar a graves perdas, ensinando uma lição amarga sobre o poder da sabedoria das massas. Ainda assim, acreditamos que, apesar de raras, estas oportunidades existem. De tempos em tempos, sob algumas condições especiais, os mercados podem errar de forma estridente e oferecer verdadeiras barganhas aos investidores mais atentos. Quando essas oportunidades surgem, é necessário coragem para contrariar os instintos e adotar uma posição diferente.

Essa coragem é necessária pois seres humanos têm uma forte tendência a evitar se distanciar dos demais. Fazer parte de um grupo foi essencial para nossa sobrevivência e evolução como espécie. Ao longo de milhares de anos evoluímos e prosperamos graças a nossa capacidade de formar laços e nos organizarmos em grandes grupos. A sociabilidade de cada indivíduo impactava suas chances de sobrevivência em períodos quando o risco de ser devorado por um animal selvagem era mais latente do que incorrer em perdas no mercado de ações. Nossa herança evolutiva moldou instintos que, mesmo milênios após seu desenvolvimento, ainda influenciam nosso comportamento. É desconfortável estar fora da moda, com receio à exclusão. Adotar uma postura contrária ao mercado pode parecer excêntrico, no entanto desafiar esse instinto gregário e ser diferente é fundamental para a inovação. Fazer diferente é crucial para alcançar resultados excepcionais.

CARTA AO INVESTIDOR

No mundo dos investimentos, a busca por retornos acima da média é um objetivo primordial para gestores. No entanto, por definição, é impossível que a maioria dos investidores tenham retornos acima da média. Em algumas janelas de curto prazo podemos atribuir um retorno excepcional ao acaso, porém ao longo de décadas são os poucos gestores que realmente têm um diferencial que se destacam, mantendo boa performance recorrentemente.

Muitos fatores fazem com que, apesar das melhores intenções, poucos consigam se destacar. As informações financeiras das companhias são públicas e bem acessíveis a todos, não sendo, portanto, fonte de diferenciação material. Os analistas e gestores do mercado financeiro costumam ter, em geral, formações parecidas, com uma base teórica razoavelmente similar. A constante troca de ideias entre profissionais cria vieses, rapidamente transformando uma ideia única em algo popular, aproximando grupos de gestores próximos de resultados medianos. Isso, por sua vez, gera alta correlação entre o desempenho de vários fundos de ações, dada a consequente sobreposição em suas carteiras de investimentos. Neste contexto, fazer diferente é arriscado. Há um ditado que ninguém é demitido por “comprar o Ibovespa”, pois apresentar maus resultados em um ano bom para a indústria pode significar o fim da carreira de um gestor. Dessa forma poucos ousam questionar o “óbvio” e criar convicções independentes.

O próprio trabalho de pesquisa de forma autônoma exige um esforço consideravelmente maior do que analisar as teses mais comuns. Enquanto algumas empresas são analisadas e cobertas por uma série de analistas de bancos, corretoras e jornalistas, algumas companhias são esquecidas e não capturam tanta atenção no mercado. Em contrapartida, o bom trabalho de

pesquisa independente é recompensado com retornos excepcionais. Ao longo de nossa trajetória, demonstramos consistentemente como isso é possível.

Um grande exemplo é o desempenho do 4UM Small Caps FIA, que ao longo de quase 16 anos performou, em média, 7% anualmente acima do Ibovespa, (ou uma média de 6% ao ano acima do Índice Small Caps da B3). O fundo se destaca não somente dentro da indústria de Small Caps do Brasil, onde continua como o mais rentável fundo da categoria em horizontes acima de 10 anos, como também se destaca como um dos mais rentáveis e longevos do Brasil.

A visão independente, aliada à diligência das análises, é um dos alicerces dessa performance. Contamos como vantagem a capacidade de buscar oportunidades em um universo de ações pouco acompanhadas.

A título de exemplo, no Brasil são negociadas aproximadamente R\$ 30 bilhões diariamente em ações de um total de aproximadamente 300 empresas. Desse volume financeiro, 90% são destinados à negociação de um pequeno grupo de aproximadamente 80 grandes empresas. Nossa estratégia Small Caps busca oportunidades dentre as outras mais de 200 companhias listadas que recebem bem menos atenção do resto do mercado.

Podemos citar dois exemplos recentes de como isso criou oportunidades para o fundo.

Durante abril de 2020, em um dos momentos mais críticos para os mercados durante a pandemia do COVID-19, o mercado financeiro se deparou com algo inédito até então: preços de petróleo “negativos”, causados por um choque de demanda nunca antes visto. Na prática os produtores precisavam se desfazer de estoques, dado que armazenagem e interrupção de exploração eram alternativas onerosas.

CARTA AO INVESTIDOR

Dessa forma, houve um período em que produtores e tradings literalmente pagavam para se desfazer de estoques de barris de petróleo, cuja demanda havia sido abruptamente interrompida.

Tal efeito foi refletido nos preços das ações de petroleiras mundo afora, que amargaram duras quedas, incluindo a Enauta Participações, que nesta época chegou a ser avaliada pelo mercado a R\$ 1,7 bilhão, menos do que saldo de caixa líquido disponível no seu próprio balanço. Dado que a Enauta era desde então uma companhia virtualmente sem dívidas, lucrativa, bem gerida e que possuía dois campos produtivos com custos de produção competitivos, era possível afirmar com convicção que a companhia tinha capacidade de enfrentar aquela crise de preços baixos de petróleo e valer mais do que o simples saldo de caixa disponível.

Diante desse cenário, montamos uma posição em Enauta nessa mesma época, certos de estarmos a frente de uma das raras anomalias de mercado, contrariando os pessimistas e nossos próprios instintos primitivos que buscavam segurança e estremeciam frente a preços caindo mais de 50%.

Um ano depois as ações da Enauta já tinham se valorizado quase 100% desde o momento mais crítico. Ainda assim o mercado ainda parecia cético quando a capacidade da companhia em ter êxito na expansão do Campo de Atlanta, um projeto ambicioso de US\$ 1 bilhão de investimento com a meta de quase triplicar sua produção. Mantivemos nosso investimento na companhia, que já não era a obviedade de um ano antes, mas ainda aparentava uma excelente oportunidade. Em março de 2024, com esse projeto de expansão quase entregue, a Enauta anunciou a venda de uma participação minoritária neste mesmo Campo, avaliando-o a R\$ 7,5 bilhões. Algumas semanas depois, a companhia apresentou uma proposta de fusão com a 3R Petroleum,

potencialmente criando uma companhia com valor de mercado acima de R\$ 15 bilhões. Desde nosso primeiro investimento em 2020, a Enauta distribuiu mais de R\$ 350 milhões em dividendos aos seus acionistas, e passou de um valor de mercado de R\$ 1,7 bilhões para R\$ 7,6 bilhões.

O segundo exemplo de visão independente da nossa estratégia é a recente tese em Bemobi. A companhia realizou seu IPO no início de 2021, quando a maior parte dos investidores estava otimista com os ativos de risco listados em bolsa. Tal otimismo, exagerado em nossa visão, fez com que cenários irreais de crescimento fossem embutidos no preço das ações das companhias.

No momento de seu IPO, a Bemobi foi precificada em R\$ 2,1 bilhões, refletindo premissas de crescimento otimistas, principalmente levando em conta que na época a companhia contava somente com sua solução de Apps & Games para operadoras de telecomunicações, que hoje representa um terço de sua receita consolidada.

Ao longo dos meses e ano seguintes ao IPO, o mercado reavaliou o apetite a risco e, na nossa visão, passou a ser demasiadamente pessimista sobre a companhia. Apesar da Bemobi ter avançado na agenda de expansão, surpreendendo a todos com duas importantes aquisições e, portanto, abrindo muito mais caminhos de crescimento do que inicialmente previsto, o preço das suas ações continuou caindo.

Acompanhamos o desenvolvimento da empresa com atenção desde sua listagem em 2021, e ficamos cada vez mais animados com as quedas de preços, antevendo uma possibilidade de comprar o excelente ativo por preços muito mais razoáveis. Nosso primeiro investimento na companhia foi em agosto de 2023, quando era negociada por aproximadamente R\$ 1 bilhão.

CARTA AO INVESTIDOR

Encontramos aqui novamente uma incongruência do mercado. Investidores que possivelmente foram excessivamente otimistas com a companhia no IPO ficaram frustrados com a falta de resultados de curto prazo. Nos parece irracional avaliar a companhia em R\$ 2,1 bilhões em 2021, quando não havia visibilidade alguma sobre os caminhos de crescimento, e avaliar a mesma companhia por R\$ 1 bilhão após a mesma realizar excelentes aquisições, deixar claro os caminhos de expansão e continuar gerando caixa das operações tradicionais. Com R\$ 500 milhões disponíveis no caixa, a tese nos parece uma das maiores barganhas no mercado atualmente.

Por fim, também lembramos que, as vezes, não comprar as teses mais populares é tão fundamental quanto comprar as que poucos estão olhando. Um excelente exemplo disso está na estratégia do fundo 4UM Crédito Privado, que passou ileso de tantas crises de crédito de emissores que estavam na “moda” ao longo dos últimos meses.

De 2022 em diante vimos um número assustadoramente grande de emissores de debêntures, reconhecidos como baixo risco de crédito, apresentando dificuldades financeiras. Isto levou a vários investidores de crédito privado amargurarem prejuízos. Dado que muitos desses emissores eram “populares” dentre as maiores carteiras de crédito do Brasil, praticamente a indústria inteira foi contaminada. Este ano de 2024 que o ambiente de crédito parece ter superado a crise e voltou a encorajar novas emissões.

Ao longo de todo esse período pudemos nos orgulhar de não termos nenhum ativo problemático na carteira. O fundo 4UM Crédito Privado passou ileso dos casos como Lojas Americanas, Light, Unigel e Credz, além de estar longe de FIDCs problemáticos ou mesmo de emissores cujo perfil de crédito se deteriorou significativamente, como Aeris, Brasken, CVC ou Hapvida.

Ao escrevermos esta carta, o fundo 4UM Crédito Privado supera a marca de R\$ 200 milhões de patrimônio, refletindo a crescente confiança que conquistou no mercado e o seu bom desempenho, que acumula 109,4% do CDI desde o seu início.

Agradecemos aos nossos cotistas por esta confiança e reforçamos nosso comprometimento em retribuí-la com processos diligentes de análises e boas alocações dos recursos, convictos que nossa independência continuará sendo alicerce de retornos excepcionais.

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:

