



CARTA AO INVESTIDOR
4º TRIMESTRE DE 2022



CARTA AO INVESTIDOR

Retrospectiva 2022

Encerramos um ano atípico para o retorno dos nossos fundos de ações. Enquanto o Ibovespa fechou o ano com +4,7% de retorno, o 4UM Small Caps apresentou retorno de -11,8% e o 4UM Marlim Dividendos +4,4%.

Apesar de infeliz, um ano abaixo do Ibovespa não é extremamente raro. Ao observarmos todas as janelas de doze meses da história dos fundos, o 4UM Small Caps teve resultados acima do Ibovespa em 64% (aproximadamente duas a cada três), enquanto o 4UM Marlim Dividendos foi melhor que o Ibovespa em 59% das janelas (aproximadamente três a cada cinco).

A proporção de ocasiões em que ambos os fundos ficaram abaixo do Ibovespa simultaneamente, nesses mais de quatorze anos de história, é de apenas 21%.

O ano de 2022, portanto, é um ano infeliz e infrequente para os resultados dos nossos fundos de ações. Em janelas mais longas, de 36 meses, o 4UM Small Caps é superior ao Ibovespa em 89% das vezes e o Marlim Dividendos em 70%.

A explicação para o resultado relativo de 2022 pode ser atribuída pelo fraco desempenho de algumas das ações da nossa carteira, mas também pelo comportamento mais volátil do próprio índice de referência, o Ibovespa.

Quanto mais aleatório e volátil é o resultado do índice, maior a chance de que apresente um resultado excepcional. Volatilidade se traduz em eventos extremos, porém não em consistência.

Podemos usar o desempenho de 2022 para exemplificar as diferenças de composição e estratégia dos nossos fundos em comparação ao Ibovespa.

A peculiar alta de +4,7% do Ibovespa no ano pode ser explicada principalmente pela concentração e contribuição dos setores de materiais básicos e petróleo.

Chamamos de peculiar pois o ano foi marcado pelo maior ciclo de alta de juros global da história recente e uma das corridas eleitorais mais disputadas e polarizadas da história nacional. Ainda assim, o Ibovespa chegou a subir +16% no começo do ano, marcou uma queda acumulada de -8% na metade, para então tentar uma recuperação no último trimestre, atingindo +14% de ganhos acumulados, e finalmente ceder no final do ano e encerrar 2022 com os +4,7%.

Este encerramento positivo não foi fruto de melhora de circunstâncias econômicas aqui ou no exterior. A inflação global segue persistente e os mercados internacionais mantiveram temores até o último dia do ano (S&P 500 registrou -20% de queda em 2022). O resultado da eleição no Brasil tampouco poderia ser motivo de “euforia” para o mercado.

Ao invés disso, vimos o Ibovespa se beneficiar pela sua composição de aproximadamente 11% em Petrobras (que apresentou +48% de alta) e 15% em Vale (registrando 25% de alta). Junto a outras ações destes setores, o Ibovespa teve quase 40% da sua carteira exposto a commodities, que contribuíram com +8,3% de retorno no ano, mais do que compensando as perdas da maioria dos demais setores.

Seria injusto atribuir o bom desempenho deste grupo de ações unicamente ao azar. Mas sabemos que parte relevante desta apreciação é fruto do avanço de preços de commodities.

Desde maio 2020, com estabilização de preços na pandemia, o preço do barril de petróleo saiu de US\$ 40 para quase US\$ 120. Nos últimos meses que vimos uma desaceleração desta alta, encerrando 2022 ao redor de US\$ 80.

CARTA AO INVESTIDOR

O preço de referência do minério de ferro, nesta mesma janela, saiu de US\$ 80 para quase US\$ 250, tendo arrefecido consideravelmente ao longo de 2021 mas ainda negociado acima de US\$ 100. Um patamar pelo menos 50% superior à média dos cinco anos anteriores.

Alguns fatores influenciaram esta alta, como a incapacidade de alguns países produtores de petróleo do Oriente Médio em retomar a produção, reabertura de economias e dificuldades de distribuição pós pandemia, bem como a guerra entre Rússia e Ucrânia no começo de 2022.

Não há clareza sobre a direção dos preços destas commodities para 2023. Os mercados não esperam crescimento econômico substancial nas principais economias, como EUA e Zona do Euro. Ao mesmo tempo, o desenvolvimento de projetos de energias renováveis podem aliviar um pouco a demanda por petróleo.

Por outro lado, uma possível reabertura da economia chinesa significaria um potencial de demanda significativo. São milhões de pessoas que não puderam viajar por quase três anos que devem gerar demanda por combustível.

Somos céticos com grandes apostas em companhias dependentes destes preços de *commodities* quando não há uma margem de segurança muito clara. Somos ainda mais céticos com o nível de concentração em apostas deste tipo como a que o Ibovespa apresenta.

Por outro lado, uma possível reabertura da economia chinesa significaria um potencial de demanda significativo. São milhões de pessoas que não puderam viajar por quase três anos que devem gerar demanda por combustível.

Somos céticos com grandes apostas em companhias dependentes destes preços de *commodities* quando não há uma margem de segurança muito clara. Somos ainda mais

céticos com o nível de concentração em apostas deste tipo como a que o Ibovespa apresenta.

Ainda assim, como comentamos, esta aposta foi positiva em 2022. Em contraste, carteiras mais diversificadas e de empresas que dependem menos de commodities e mais do desempenho dos próprios negócios tiveram resultados piores.

O índice Small Caps (SMLL) é um bom exemplo de carteira com essa dinâmica. Este índice é composto por aprox. 130 empresas (em contraste com as aprox. 80 do Ibovespa) e a maior participação individual não alcança 5%, sendo necessário somar as 24 maiores participações para atingir 50% do peso total (o Ibovespa, por sua vez, tem a maior participação de Vale com 16%, e bastam 7 empresas para compor 50% do valor total do índice).

Dentro desse universo amplo de empresas com menor capitalização, nossa estratégia no 4UM Small Caps é compor uma carteira concentrada com as ações de maior potencial de retorno, desde que apresentem níveis de risco adequados. Mas, mesmo com um processo diligente, podemos ter resultados ruins nos investimentos.

Em geral, resultados ruins nessa estratégia são consequência de uma das seguintes hipóteses: ou erramos na avaliação e execução de uma tese de investimento; ou os preços de mercado das ações em que investimos se depreciaram apesar das companhias apresentarem bons resultados.

No primeiro caso, com Aeris, revisitamos com rapidez uma tese que foi fundamentalmente na direção errada. A fabricante de pás para aerogeradores, criada em 2010 e que realizou o IPO em 2020, foi a principal contribuição negativa para nosso fundo em 2022.

CARTA AO INVESTIDOR

Identificamos a oportunidade de compra em dezembro de 2021, quando a companhia era avaliada pelo mercado a R\$ 4,5 bilhões. Já acompanhávamos a empresa há algum tempo e percebíamos que o mercado reagia negativamente a quedas nas margens.

A companhia havia feito investimentos expressivos em capacidade produtiva, aumentando quase 50% sua estrutura. Enquanto a demanda não acompanhava esse aumento, a ociosidade cobrava um preço. A partir do momento em que as fábricas utilizassem seu potencial, os custos seriam diluídos e a rentabilidade justificaria um valuation muito superior ao de então.

Essa expectativa de melhora de demanda era baseada em três pontos; o aumento da demanda nacional e global pela geração eólica; a tendência de terceirização da fabricação de pás, por parte das montadoras de geradores; e os modelos de contratos comerciais que previam utilização de volumes pré-determinados por parte dos clientes da Aeris.

Os dados históricos e expectativas de especialistas eram base para o primeiro ponto: segundo a GWEC (Conselho Global da Energia Eólica), a capacidade instalada de geração eólica global continuaria crescendo próximo aos 12% ao ano que havia crescido desde 2015, em especial nas usinas *off-shore*, instaladas em alto mar, que cresciam mais de 20% ao ano.

Sobre o segundo ponto, víamos que a Aeris atendia as principais montadoras de geradores do mundo, sendo que seus clientes representavam 95% do total da fabricação mundial ex-China. Ganhos de eficiência e especialização indicavam vantagens cada vez maiores para que estes clientes terceirizassem a fabricação das pás.

Por fim, a administração da empresa era enfática em ressaltar a importância do modelo de contrato comercial. Segundo eles, cada cliente já havia se comprometido com níveis

maiores de demanda, que justificavam todo o investimento em capacidade produtiva pela Aeris. Era uma questão de tempo para os lucros baterem recordes.

Ao longo dos meses subsequentes nos decepcionamos com as entregas da empresa. Percebemos que os comprometimentos dos clientes não eram garantia suficiente de demanda, de forma que as instalações permaneciam ociosas deteriorando o ROIC da empresa. As explicações da administração, que variavam desde problemas pontuais de produção até falhas de engenharia das pás, não nos satisfaziam.

Em paralelo, nos surpreendemos com os avanços da energia fotovoltaica, que logo consolidou o posto de liderança dentre as fontes de energia renováveis. Os projetos fotovoltaicos eram mais flexíveis, exigiam menos manutenção e tinham custos de fabricação cada vez menores, com ganhos expressivos de produtividade das células geradoras.

Rapidamente reajustamos nossas projeções diante destas novas informações. Decidimos vender o papel em junho de 2022, amargando prejuízos quando Aeris era avaliada em R\$ 2,5 bilhões, quase 50% abaixo da nossa entrada seis meses antes. Desde então as ações e os resultados da empresa continuaram em queda, atingindo um valor de R\$ 900 milhões ao final de 2022, uma queda de 65% desde nossa venda que evitamos. O aprendizado com Aeris nos custou -5,5% de queda nas cotas do 4UM Small Caps.

Em contrapartida, tivemos uma contribuição muito positiva para o fundo advinda da tese de Tupy. A companhia, que figura como líder de mercado global na fabricação de blocos e cabeçotes para veículos comerciais e fora de estrada, mostrou avanços mais rápidos que o esperado na consolidação da aquisição da Teksid.

CARTA AO INVESTIDOR

No começo do ano, esperávamos que a margem EBITDA voltaria a patamares acima de 12% apenas em 2024. A Tupy conseguiu entregar essa margem já no primeiro trimestre do ano. Não à toa as ações da empresa se valorizaram 35% no ano de 2022 e 55% desde nossa entrada no papel, em julho de 2020, mesmo com o fraco desempenho do mercado em geral.

Além de ganhos a serem capturados com Teksid, a Tupy abriu novas avenidas de crescimento ao anunciar, em abril de 2022, a aquisição da MWM do Brasil, passando a atuar em segmentos com maior potencial de crescimento e verticalizarmos as operações de fabricação de motores.

O preço pago pela aquisição nos pareceu excelente. Os R\$ 865 milhões significam um múltiplo de 4 vezes EV/EBITDA. A estrutura de capital da companhia permanece saudável após as aquisições, garantindo à Tupy uma nota de rating BB+, acima do soberano brasileiro.

Os dois eventos citados devem levar a Tupy ao patamar de faturamento acima dos R\$ 12 bilhões em 2023 e permitir, após o pagamento da aquisição da MWM, uma geração de caixa robusta na casa dos R\$ 600 milhões a partir de 2024. Mesmo assim, o mercado ainda precifica Tupy em R\$ 3,7 bilhões.

Já nossa estratégia de Dividendos apresentou um retorno de +4,4%, contra +12,7% do Índice Dividendos da B3 (IDIV).

Apesar do resultado positivo e próximo ao nosso benchmark (Ibovespa), acreditamos que faça sentido uma reflexão sobre a comparabilidade da nossa estratégia com um investimento passivo no Índice de Dividendos, que apresentou uma performance surpreendentemente positiva durante 2022.

Em primeiro lugar, o IDIV possui problemas similares aos mencionados no início do texto para o Ibovespa, principalmente no que tange a concentração em nomes específicos e

setores que estão com performance elevada no curto prazo. Um exemplo é o setor de materiais básicos (incluindo petróleo), que representava cerca de 10% da carteira no início do ano e aumentou para mais de 33% até o final de 2022, principalmente por conta do elevado pagamento não recorrentes de dividendos de algumas dessas companhias.

Esse aumento de exposição em companhias naturalmente cíclicas acaba trazendo um risco elevado e que, na nossa concepção, não combina com a estratégia de Dividendos.

Além disso, o índice seleciona empresas baseado principalmente nos seus Dividend Yields passados, ignorando fatores fundamentais específicos de cada negócio sendo investido. Ao contrário, nossa estratégia de Dividendos sempre foi muito centrada em reduzir riscos de perda permanente de capital, o que nos leva a selecionar empresas maduras, com estabilidade de resultados, em mercados onde a competição não é a principal apreensão da gestão e as necessidades de reinvestimento são limitadas.

O ponto mais importante, na nossa visão, é que a carteira do IDIV carece do principal atributo característico da gestão ativa de investimentos: a tomada de decisão baseada em expectativas sobre o futuro. O índice é formado por empresas que realizaram pagamentos de dividendos expressivos nos últimos anos. Ou seja, indiretamente, a composição da carteira é montada a partir da suposição que o passado tenderá a se repetir, algo que não acreditamos ser verdade em boa parte dos casos, mesmo se tratando de empresas com negócios mais previsíveis.

Para exemplificar, trazemos dois casos deste último ano em que a visão prospectiva contribuiu com a performance e composição da nossa carteira.

CARTA AO INVESTIDOR

Em primeiro lugar, o exemplo de Bradesco ilustra bem como nossa análise e seleção atua primordialmente como uma ferramenta de gestão de riscos. O banco fez parte da carteira do Marlim Dividendos por diversos anos, tendo contribuído positivamente para a performance durante boa parte desse período.

No início de 2022, já julgávamos o ano como mais desafiador para o Bradesco, levando em conta sua carteira de crédito com qualidade inferior aos seus principais pares e sua (até então) menor proatividade em provisionar uma inadimplência mais elevada.

Diante dessas nossas expectativas, realizamos o desinvestimento no banco durante o início do ano, movimento que se mostrou acertado, levando em conta os resultados financeiros divulgados subsequentemente pelo banco, que culminaram na pior contribuição de resultados para o setor financeiro dentro do IDIV durante 2022.

Por outro lado, nosso investimento no Banco BR Partners ilustra como muitas vezes o processo sistemático (ou passivo) de seleção de ativos pode deixar de lado ativos que classificamos como joias. O BR Partners, que não faz parte do IDIV, é atualmente um dos maiores bancos de investimento do país, com grande ênfase na área de assessoria em fusões e aquisições de empresas, além de estruturação de dívidas corporativas.

Apesar de apresentar um perfil de crescimento acima da média para o setor de bancos, o BR Partners possui uma estrutura enxuta, está bem capitalizado e possui capacidade elevada de pagamento de proventos, sendo negociado hoje com um Dividend Yield de cerca de 12%.

Apesar do cenário mais desafiador para o mercado de capitais no Brasil, o banco até agora entregou resultados em linha com o planejado no IPO, ao contrário da maioria das demais empresas que abriram capital recentemente.

Acreditamos que esses dois exemplos ilustram bem como nosso processo de gestão ativa gera valor para nossos cotistas, com grande ênfase em redução de riscos e olhando para teses fora do óbvio.

Esse processo de gestão comprova-se na performance do Marlim Dividendos desde seu início em meados de 2008, na qual o fundo apresentou quase 200 p.p. de performance superior ao Ibovespa. Para 2023, nossos cotistas podem contar com nossa consistência em manter de pé uma estratégia que já se mostrou vencedora por anos.

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:

