

CARTA AO INVESTIDOR
2º TRIMESTRE DE 2025

CARTA AO INVESTIDOR

Reflexões sobre Alocação de Capital

Caros investidores,

Desde os tempos de Adam Smith e sua obra sobre a riqueza das nações, entende-se que o capital é um recurso essencial e limitado. Esta escassez impõe aos administradores de empresas uma responsabilidade primordial: a de decidir onde, quando e como alocar recursos limitados em busca de retornos que justifiquem os riscos assumidos.

A alocação de capital eficiente não é meramente uma função de otimização financeira ou contábil – é provavelmente uma das mais importantes razões de existência de uma empresa. Quando Warren Buffett afirma que "o melhor negócio para se possuir é aquele que, durante um período prolongado, pode alocar incrementalmente grandes quantidades de capital a taxas de retorno muito altas", ele está revelando um dos fatores mais importantes na ótica de avaliação de investimentos.

Para nós, investidores de longo prazo, a qualidade da alocação de capital representa o divisor de águas entre empresas que criam valor e aquelas que o destroem. Normalmente essa disciplina exige dos administradores uma combinação rara de humildade intelectual e coragem empresarial. Humildade para reconhecer quando não existem oportunidades atrativas; coragem para investir significativamente quando identificam projetos excepcionais, mesmo diante da incerteza inerente ao futuro.

Esta dualidade manifesta-se nas decisões cotidianas: expandir a capacidade produtiva ou devolver recursos aos acionistas? Investir em novos mercados ou aprofundar a presença nos existentes? Cada decisão carrega consigo o peso da responsabilidade sobre criar ou destruir valor para os acionistas, normalmente com grande defasagem entre a tomada de decisão e a avaliação dos resultados atingidos, o que aumenta ainda mais a importância da assertividade nesse tipo de tomada de decisão.

Para exemplificar, o dilema da alocação de capital pode ser tão complexo quanto decidir investir em uma planta industrial de alta tecnologia em um país estrangeiro, ou tão simples quanto decidir recomprar as próprias ações no mercado a preços atrativos.

Nos 17 anos de história do 4UM Small Caps e 4UM Marlim Dividendos nos deparamos com muitas histórias de sucesso nesse âmbito, enquanto também deixamos de investir ou nos desfizemos de posições em empresas cuja alocação de capital não foi bem executada. Aproveitamos o espaço para trazer exemplos recentes de três companhias que ilustram nossas percepções sobre o tema.

Em abril deste ano realizamos a troca da nossa posição em Eztec por Lavvi no fundo 4UM Small Caps. A Lavvi ilustra exemplarmente como boas decisões de alocação podem trazer resultados consistentes mesmo num setor altamente cíclico, enquanto a Eztec oferece um contraponto instrutivo sobre as complexidades da alocação de capital no setor de incorporação imobiliária. As empresas, focadas na cidade de São Paulo, contam com um histórico de décadas de sucesso no setor, porém divergem de forma estrutural no uso de seus respectivos balanços.

CARTA AO INVESTIDOR

Fundada pela família Horn, a Lavvi integra o grupo Cyrela, um dos mais respeitados e consolidados players do mercado imobiliário brasileiro, com atuação voltada ao segmento residencial de médio-alto padrão a alto luxo na cidade de São Paulo. A companhia é liderada por executivos e membros da família com ampla experiência no setor, tendo como CEO o próprio Ralph Horn.

A Lavvi se destaca por sua capacidade de conceber empreendimentos residenciais com grande diferenciação frente ao padrão do segmento de alta renda, combinando atributos de qualidade construtiva, distinção arquitetônica e assinatura de grife, elementos que não apenas agregam valor ao cliente final, como também contribuem para sustentar uma das mais elevadas taxas de Velocidade de Vendas (VSO) do setor, que atingiu 55% nos últimos doze meses.

Mais do que uma incorporadora com produtos desejáveis, a Lavvi revela uma mentalidade de alocação de capital que nos parece exemplar, com uma abordagem pautada por uma lógica de custo de oportunidade. Cada projeto é analisado de forma individual, confrontado com o custo de capital atual, e somente avança quando há clara evidência de retorno superior ajustado ao risco. Essa racionalidade se traduz em uma gestão de balanço parcimoniosa: a aquisição de terrenos é orientada por uma perspectiva de novos lançamentos no curto prazo, evitando a imobilização excessiva de capital em ativos sem clareza sobre o horizonte de investimento. Adicionalmente, a política comercial privilegia o recebimento à vista, com descontos mais agressivos e condizentes com o custo de oportunidade, o que permite manter um LTV por cliente estruturalmente baixo. Essa estratégia reduz a necessidade de financiar o comprador — operação de retorno baixo e consumo intensivo de balanço — e reforça a solidez financeira da companhia. Tais qualidades podem ser observados nos resultados efetivamente entregues pela companhia, que esbanja um retorno sobre patrimônio acima de 20% nos últimos doze meses, enquanto também entrega uma média de 18% desde 2018 neste indicador, um dos melhores retornos históricos do setor.

Concluindo, nossa tese em Lavvi é estruturada em três pilares que se reforçam mutuamente: diferenciação de produto, disciplina na alocação de capital e alinhamento dos sócios, cuja remuneração está majoritariamente vinculada à distribuição de dividendos. O resultado é uma trajetória consistente de geração de valor, refletida em retornos elevados sobre o capital investido.

Por outro lado, com mais de quatro décadas de atuação no mercado imobiliário paulistano, a Eztec consolidou uma marca reconhecida e um histórico de execução consistente. Diferentemente da Lavvi, cuja estratégia é concentrada em empreendimentos de altíssimo padrão e alta rotatividade, a Eztec adota um portfólio mais diversificado, com maior exposição ao segmento de média renda. Essa escolha implica, estruturalmente, em maior dependência de financiamento ao consumidor final.

Do ponto de vista de alocação de capital, a companhia adota uma abordagem distinta. Mantém um landbank mais volumoso e com horizonte de incorporação mais dilatado, o que, embora proporcione flexibilidade estratégica, compromete a eficiência da alocação de capital no tempo.

CARTA AO INVESTIDOR

Além disso, carrega uma carteira de alienação fiduciária própria, assumindo o financiamento direto de parte de seus clientes — prática que, embora contribua para a redução de distratos, não se traduz em retorno sobre o capital investido acima do custo de oportunidade. A companhia também mantém o equivalente a um quarto de seu patrimônio alocado em um projeto de torres corporativas de longo ciclo, que consome balanço de forma relevante e cuja comercialização depende de muitas variáveis fora do controle da companhia.

A Eztec, embora tenha historicamente contribuído de forma positiva para o desempenho do 4UM Small Caps, passou a apresentar, após uma valorização de +40% em quatro meses, uma assimetria menos evidente quando comparada à Lavvi. A tese de investimento na companhia sempre esteve ancorada em um valuation pouco demandante, que oferecia excelente margem de segurança mesmo em um cenário de liquidação da empresa. No entanto, diante da reprecificação recente, optamos por alterar nossa exposição para a Lavvi, cuja combinação entre diferenciação de produto, disciplina na alocação de capital e alinhamento societário nos parece mais atrativa frente os preços atuais de ambas as empresas.

Uma terceira situação que valorizamos é o que ocorre na Valid, uma de nossas investidas mais longevas da história do 4UM Small Caps. A Valid representa um arquétipo antagônico aos anteriores: quando não se identificam oportunidades atrativas compatíveis com o tamanho da geração de caixa, a melhor decisão pode ser devolver o capital aos acionistas. Antes de chegar nesse estágio de maturidade, no entanto, a trajetória da Valid foi marcada por diferentes ciclos de alocação de capital e redefinições estratégicas.

Fundada na metade do século passado, a companhia consolidou-se inicialmente como gráfica especializada em segurança, atuando na produção de papel moeda, talões de cheque e certificados. O primeiro movimento relevante de expansão ocorreu por meio da aquisição de gráficas especializadas, o que permitiu à empresa ingressar em segmentos que viriam a se tornar centrais para sua operação, como a emissão de documentos oficiais para os governos federal e estaduais, além da impressão de cartões bancários para grandes instituições financeiras. Um segundo ciclo de crescimento inorgânico teve início após a abertura de capital, em 2006. Nesse período, a Valid adquiriu concorrentes relevantes nos mercados em que já atuava e ampliou sua presença para setores adjacentes, consolidando-se também como fornecedora de cartões SIM.

Nossa primeira posição nas ações da Valid foi iniciada em 2010 e mantida até o final de 2014. Durante esse período, observamos uma boa alocação dos recursos captados no IPO, com investimentos que não apenas elevaram o patamar da companhia, como também viabilizaram a conquista de novos contratos no setor público, ampliando progressivamente o escopo de atuação. Foi nesse intervalo que a empresa passou a deslocar seu foco da impressão de cheques e cartões para o segmento de Identificação, que viria a se tornar o principal vetor de crescimento. Ao final do ciclo, entendemos que a precificação da companhia já refletia, com certo grau de otimismo, boa parte das perspectivas de crescimento dos negócios. Optamos, então, por encerrar a posição.

Nos anos subsequentes, sob nova gestão, a companhia adotou uma agenda de investimentos

CARTA AO INVESTIDOR

que contrastava com os ciclos anteriores. As decisões de alocação de capital não encontraram boa receptividade no mercado, e ao final de 2017, a ação era negociada por menos da metade do valor observado no momento da nossa saída, em 2014. Foi nesse contexto de desalento que, no início de 2018, decidimos reinvestir na companhia. A tese, à época, baseava-se na percepção de que os ativos core da Valid (emissão de documentos e impressão de cartões no Brasil) estavam sendo excessivamente subavaliados pelo mercado. No entanto, a tese estava condicionada a uma inflexão na política de alocação de capital.

O processo de reorganização da Valid mostrou-se mais lento do que o inicialmente projetado, em grande parte devido aos efeitos da pandemia, que impactaram de forma significativa — ainda que temporária — os negócios de identificação e emissão de cartões. Foi apenas ao final de 2020 que a companhia anunciou um novo direcionamento estratégico, com a finalidade de restaurar a capacidade de crescimento e, sobretudo, a geração de valor para os acionistas.

Diversas medidas foram implementadas. A diretoria foi substituída por novos nomes com mandato claro de recuperação da eficiência operacional e do retorno sobre o capital empregado. Nos três anos subsequentes, a companhia promoveu o fechamento de fábricas, descontinuação de operações deficitárias, revisão de contratos e outras ações voltadas à racionalização da estrutura. Ao final de 2024, a Valid apresentava seu melhor desempenho histórico, tanto em termos operacionais, com margens em patamar elevado, quanto financeiros, com posição de caixa líquido próxima a R\$ 200 milhões.

As dinâmicas dos diferentes ciclos explorados acima ficam evidentes ao observarmos o retorno sobre capital investido da Valid ao longo do tempo, conforme mostramos abaixo.

Médias de Retorno sobre o Capital Investido em Diferentes Períodos				
2010 - 2014		2015 - 2022		2023 - 2025
Voo de Cruzeiro	Aquisições	Alocação Inadequada	Pandemia/Reestruturação	Novo Ciclo
15%	12%	6%	4%	18%

Fonte: 4UM Investimentos, Valid.

Paralelamente, a evolução dos mercados de atuação da companhia abriu novas frentes de oportunidades. Destaca-se o segmento de Identificação, no qual a Valid dispõe de capacitação técnica consolidada para prover soluções voltadas à digitalização de jornadas cidadãos, interoperabilidade entre sistemas de identificação, segurança e prevenção à fraude e aprimoramento na distribuição de benefícios sociais, iniciativas que se inserem no escopo do chamado governo digital (E-Gov). A digitalização das interações entre cidadão e governo tem avançado em diversas geografias e setores da economia. No Brasil, esse movimento também se intensifica, e a Valid se encontra bem-posicionada para capturar oportunidades decorrentes dessa transição.

A robusta geração de caixa resultante do processo de reorganização tem permitido à companhia investir no desenvolvimento de novas soluções tecnológicas. No entanto, a geração de caixa atual da Valid supera, com folga, as necessidades de investimento nos novos,

CARTA AO INVESTIDOR

negócios digitais. Em paralelo, a administração da companhia não vislumbra, no curto prazo, a realização de aquisições relevantes ou projetos estruturantes de grande porte. Nesse contexto, a destinação prioritária dos recursos tem sido o retorno ao acionista. Somando a distribuição de proventos via juros sobre capital próprio, dividendos e recompras realizadas, temos cerca de R\$ 150 milhões retornados aos acionistas nos últimos doze meses, o que representa um dividend yield próximo de 8%.

Por fim, mesmo após a expressiva valorização das ações, superior a 150% nos últimos três anos, mantemos a posição na companhia. Acreditamos que a Valid, hoje, dispõe de uma base operacional sólida e do foco necessário para inaugurar um novo ciclo de expansão, desta vez com maior disciplina na alocação de capital e mantendo em mente a importância de um retorno tangível aos acionistas.

A leitura dos estudos de caso apresentados nesta carta pode suscitar, por parte do leitor, interesse nos critérios que utilizamos na avaliação das estratégias de alocação de capital das companhias analisadas. Nossa experiência confirma que métricas financeiras tradicionais, como o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) e Retorno sobre o Patrimônio (ROE), embora importantes para sumarizar resultados finais, eventualmente mascaram algumas deficiências na política atual de alocação de capital das empresas, especialmente em casos em que a empresa passou anos investindo menos que o necessário, ou quando o incremento da base de capital investido é feito de forma bem gradual. Abordamos esse tema em várias etapas complementares.

Em primeiro lugar, ter demonstrado no passado uma capacidade de tomar boas decisões de alocação de capital tem muito a dizer sobre a competência futura. Decisões de investimento passadas, incluindo o contexto, estimativas iniciais e resultados realizados, além de mensagens transmitidas pela administração, são insumos fundamentais para avaliarmos esse histórico. Ao abordarmos o tema de forma prospectiva, avaliamos a atratividade dos retornos dos novos investimentos sendo realizados e a direção futura da rentabilidade da companhia. Um exemplo prático desta abordagem foi brevemente exposto em nossa última carta sobre Bemobi ([link](#)), onde os insumos qualitativos das alocações de capital passadas formaram uma boa base para opinião do futuro desta companhia.

Em segundo lugar, valorizamos estruturas de controle ou remuneração que privilegiem decisões de longo prazo sobre ganhos imediatos. Quando os incentivos estão desalinhados, mesmo administradores tecnicamente competentes podem tomar decisões que beneficiam interesses pessoais em detrimento da criação de valor para os acionistas.

Paradoxalmente, a admissão de limitações por parte do corpo diretor das empresas também nos agrada. Administradores que reconhecem quando o mercado não oferece oportunidades atrativas demonstram maturidade e alinhamento com os acionistas. A Valid, conforme mencionamos acima, exemplifica esta postura ao preferir devolver o capital aos acionistas ao invés de forçar investimentos inadequados.

Não há planilha que modele todas as variáveis. Avaliar alocação de capital, portanto, é trabalho artesanal: requer dissecar histórico, analisar investimentos incrementais, aferir incentivos,

CARTA AO **INVESTIDOR**

auditar discursos e, sobretudo, aceitar que algumas peças do quebra-cabeça permanecerão fora do nosso alcance. Como sempre, não buscamos onisciência, mas em primeiro lugar reduzir drasticamente a probabilidade de auferirmos perdas permanentes de capital — e isso, para o investidor disciplinado, já é metade da batalha vencida.

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