



CARTA AO INVESTIDOR
2º TRIMESTRE DE 2022



CARTA AO INVESTIDOR

Ações em cenários inflacionários

Ao investir em ações com um horizonte de longo prazo, a definição de risco é diferente do senso comum. Oscilações diárias, medidas como volatilidade do retorno, perdem importância quando avaliamos horizontes de décadas.

O próprio risco de liquidez, caracterizado pela dificuldade de se desfazer do investimento em espaço curto de tempo sem impacto em seu preço, é menos relevante se temos o objetivo e capacidade de manter o investimento por muitos anos.

O risco que ganha importância nesta estratégia é o de que, ao final deste longo período, o investidor não tenha alcançado os ganhos almejados, ou que tenha ficado aquém das alternativas mais “seguras”. Perdas permanentes de capital são a principal causa do insucesso do investidor.

Uma segunda causa de insucesso, menos explícita mas igualmente perigosa, é a possibilidade da rentabilidade nominal não superar a perda do poder de compra do próprio dinheiro.

O objetivo do investidor não é acumular um valor nominal de recursos, mas sim aumentar o poder de compra daquela poupança ao optar por postergar o consumo.

Uma inflação elevada, portanto, é um dos maiores perigos ao poupador, corroendo o sucesso do investimento de maneira silenciosa.

O Brasil tem um histórico de inflação dramático. Entre os anos 70 até 1994, nossa moeda chegou a perder mais de 80% dos

seu poder de compra em um único mês. Quaisquer retornos nominais que consideramos “excelentes” hoje em dia seriam dizimados imediatamente pela inflação.

O ressurgimento da inflação ao redor do mundo, bem como recente aceleração do IPCA no Brasil, nos faz lembrar da necessidade de proteção dos investimentos desse mal.

Os títulos de renda fixa indexados à inflação são respostas óbvias e diretas ao problema. Os retornos de títulos como NTN-Bs são denominados em taxas reais, garantindo ganhos em excesso da inflação, enquanto o principal da aplicação é corrigido com indexação perfeita a algum índice como o IPCA.

Uma relação menos direta, porém não menos poderosa, é a dos resultados de algumas companhias com inflação.

Companhias com vantagens competitivas têm uma especial capacidade de repassar nos seus preços a inflação que impacta os custos. Com poder de barganha frente a clientes, devido a qualidade superior do produto ou mesmo sua escassez, conseguem negociações favoráveis e ao longo do tempo mantém crescimento real dos lucros.

A ausência de competidores e substitutos, bem como elevadas barreiras de entrada também favorecem a companhia. Igualmente importante é seu poder de barganha frente aos fornecedores de insumos, para controlar a inflação de custos e garantir manutenção de margens mesmo diante de cenários desafiadores.

Em conferência com Investidores em 2004, Warren Buffet mencionou esse fenômeno:

CARTA AO INVESTIDOR

“The best thing to combat the threat of inflation is to have a lot of earnings power of your own. If you’re the only surgeon in town, you’ll be OK [...]. Charlie and I think it’s best to own fine businesses that can price in inflationary terms and don’t require big capital investments.” Em português: “A melhor coisa para combater a ameaça da inflação é ter muito poder de ganho próprio. Se você for o único cirurgião na cidade ficará tudo bem [...]. Charlie e eu pensamos que é melhor possuir bons negócios que conseguem precificar a inflação e não requerem grandes investimentos capitais.”

Acompanhamos e investimos em empresas que possuem essas vantagens. Podemos explorar alguns exemplos diferentes de como companhias se protegem da inflação, e em última instância o porquê de serem bons investimentos em momentos de inflação elevada.

Tomemos como primeiro exemplo a Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A, mais conhecida como Taesa (TAEEL). A companhia é uma das maiores do setor elétrico brasileiro, com mais de vinte anos de atuação e 40 concessões de transmissão sobre 18 estados brasileiros. Em 2021 as linhas da Taesa cobriam 14 mil kms, equivalente a 8,5% do total instalado no país.

No caso da Taesa, o repasse da inflação é contratual. Os projetos de transmissão de energia são empreendimentos de longuíssimo prazo, que envolvem investimentos financeiros relevantes e são fundamentais para o desenvolvimento do país. Por estes motivos são organizados e regulados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL).

A ANEEL promove leilões de linhas de transmissão, definindo os lotes que serão leiloados para a construção conforme diretrizes estratégicas para a infraestrutura do país. O ganhador do leilão é aquele que

apresentar a menor Receita Anual Permitida (RAP), ou seja, o menor valor a ser pago pela prestação do serviço de transmissão.

Os próprios contratos de concessão preveem que esta RAP será reajustada periodicamente por um índice inflacionário, usualmente o IPCA nos projetos mais recentes. Não só o índice já é conhecido, mas também a periodicidade de reajuste, que segue o “ciclo da RAP”.

Na tabela abaixo é possível ver como as variações das RAP’s de algumas linhas do portfólio da Taesa, em que outros efeitos na tarifa não foram expressivos, seguiram as variações do IPCA ou IGP-M durante os últimos ciclos:

Ciclo RAP (%)	Δ19'-20'	Δ20'-21'	Δ21'-22'
Ajuste IGP-M	7,64%	6,51%	37,04%
ETEO	7,64%	6,51%	37,04%
ETEP	7,61%	6,61%	37,04%
ECTE	8,17%	6,51%	37,06%
Lumitrans	7,60%	6,45%	37,04%
Ajuste IPC-A	4,66%	1,88%	8,06%
ATE III	4,66%	1,85%	8,25%
São Gotardo	4,66%	1,88%	8,06%
Miracema	4,66%	4,47%	9,70%
Janaúba	4,66%	1,88%	8,06%

Outro exemplo desta dinâmica de reajuste nos preços é a Camil Alimentos (CAML3). Esta empresa não atua em um setor regulado como Taesa, mas vende alimentos básicos cujos preços flutuam com frequência.

A Camil comercializa alimentos como arroz, feijão, massas, açúcar, enlatados e café, sendo responsável pela compra destes produtos junto aos produtores rurais, por todo o beneficiamento e industrialização, até o desenvolvimento de marcas e distribuição aos grandes e pequenos varejistas. Sua operação está presente não

CARTA AO INVESTIDOR

só no Brasil, mas também Chile, Uruguai, Peru e Equador, através de 18 centros de distribuição e 31 centros de processamento.

Aumentos nos preços de alimentos são comuns, especialmente devido a fatores climáticos. Como os grãos são produtos com baixa diferenciação, os preços de todos os produtores rurais acabam sendo muito parecidos. Cabe as empresas como a Camil e aos varejistas absorver ou repassar estes aumentos de custo ao consumidor final.

Neste sentido, a Camil demonstrou capacidade de repassar aumentos nos mais diferentes tipos de cenários econômicos. O posicionamento da marca, com portfolio de produtos “premium” e produtos de “ataque”, o histórico e o tamanho da empresa, garante a Camil o poder para barganhar esses repasses.

Se usarmos os dois principais produtos da companhia como exemplo, desde que temos os dados abertos, percebemos este poder.

Entre 2009 e 2021, tivemos períodos de aumentos e também quedas expressivas nos preços de arroz e feijão no Brasil. No acumulado deste período, o IBGE estima que o preço médio do arroz subiu equivalente a 5,8% ao ano, enquanto o feijão preto subiu 4,2% ao ano.

Quando observamos os dados consolidados de vendas da Camil, com uma média ponderada de todas as marcas e regiões de atuação, notamos que o preço do arroz da companhia subiu 6,0% ao ano neste período, enquanto o feijão subiu 4,4% ao ano.

Apesar de que em alguns momentos há defasagens do repasse, especialmente nos momentos mais voláteis como 2012/13, 2016/17 e 2020, a Camil vem consistentemente corrigindo o valor do seu

produtos, adaptando a oferta entre marcas e protegendo o investidor da inflação.

De maneira similar, percebemos algumas empresas que conseguem aumentar o valor dos seus produtos vendidos bem cima da inflação, devido a principalmente a melhora tecnológica.

Um dos melhores exemplos que temos é a Tupy (TUPY3), uma das principais fabricantes de blocos e cabeçotes de motores a combustão do mundo, bem como, mais recentemente, montadora de motores completos com a aquisição da MWM a ser concluída ao final de 2022.

Devido a sua relevância, tanto em volume de produção, quanto pela importância das peças fabricadas, a Tupy é capaz de prever o repasse dos aumentos da matéria prima no valor dos seus contratos com as principais montadoras globais.

Mas a maior vantagem da Tupy vai além. Ao longo de anos de pesquisa e desenvolvimento, a companhia criou e expandiu linhas de produtos com maior valor agregado. Duas inovações foram importantes neste sentido; (i) o desenvolvimento de uma liga especial de materiais, mais leve e resistente chamada CGI, própria e patenteada pela Tupy; e (ii) a usinagem completa de produtos, equivalente a “finalização” de cortes complexos das peças, que usualmente era feita pelas próprias montadoras mas têm sido cada vez mais terceirizados para a Tupy.

A participação de produtos com CGI subiu de 16% da receita em 2014 para 24% em 2021. A participação dos produtos completamente usinados subiu de 11% para 23% no mesmo período.

Como consequência, o ticket médio dos produtos da Tupy cresceu muito acima da

CARTA AO INVESTIDOR

inflação geral e específica, mesmo em um cenário desafiador para o setor.

Há dez anos, por exemplo, a Tupy vendia aproximadamente 248,4 mil toneladas por ano no mercado interno, o que lhe rendeu, em 2011, uma receita de R\$ 1.160,9 milhões. Em 2021, o volume de 132,2 mil toneladas vendido lhe rendeu R\$ 1.600,2 milhões de faturamento. Isso representa um aumento de 159% no faturamento líquido por tonelada no período, equivalente a 10% ao ano. Durante este período, segundo IBGE, o IPCA acumulou 6,7% ao ano, sendo que o componente autopeças subiu apenas 4,1% ao ano.

Outra companhia que exemplifica esta dinâmica é a Unicasa Indústria de Móveis (UCAS3). A empresa é uma das maiores fabricantes de móveis planejados do Brasil, com presença em quase todos os estados do país através das marcas Dell Anno, New e Casa Brasileira.

Nos últimos cinco anos a companhia passou por importantes processos de reestruturação comercial e desenvolvimento de marca. Neste período, entre 2016 e 2021 em que investimos na empresa, a inflação geral medida pelo IPCA acumulou 28%, ou 5,1% ao ano. Segundo o IBGE, a média de inflação dos componentes de móveis subiu o equivalente a apenas 10,6% no período, ou 2,0% ao ano.

Se observarmos os dados financeiros da Unicasa, notamos como a companhia foi capaz de reajustar os preços dos seus produtos. Em 2016, a receita líquida por módulo vendido foi de aproximadamente R\$ 252, o que lhe garantia um lucro bruto por módulo de R\$ 82. Cinco anos depois, em 2021, o preço por módulo vendido subiu 70%, equivalente a 11,1% ao ano, muito acima dos indicadores de referência do mercado em geral do IBGE. O lucro bruto por módulo atingiu R\$ 128 no mesmo ano.

Até aqui vimos quatro exemplos de empresas que protegeram o investidor da inflação através de repasses nos preços dos seus produtos. Taesa se beneficia por reajustes contratuais, Camil pelo poder de barganha, Unicasa pelo valor da marca e Tupy pelo desenvolvimento de novas tecnologias.

Podemos citar também exemplos de companhias que foram capazes de controlar o aumento do custo dos seus insumos nesses período, evidenciando uma vantagem competitiva alternativa, a barganha com fornecedores.

Um primeiro exemplo notável é da Direcional Engenharia (DIRR3), uma das maiores construtoras do Brasil, com 40 anos de histórico e centenas de milhares de unidades vendidas em diversos estados.

Com foco em engenharia e no desenvolvimento de métodos construtivos eficientes, a Direcional é capaz de construir com qualidade, celeridade e controle de custos. Esta última capacidade que nos chama mais atenção.

Nos últimos cinco anos, entre 2016 e 2021, vimos um ciclo muito positivo de lançamentos e vendas dos empreendimentos imobiliários. Por outro lado, muitas construtoras sofreram com o aumento expressivo dos custos de construção. Neste período o Índice Nacional de Custo de Construção, calculado pela FGV, acumulou alta de 34%. O que chama atenção é que os custos de construção da empresa não acompanharam a mesma alta, pelo contrário, os custos reduziram. O custo médio por unidade construída da companhia diminuiu em pouco mais de 9% no período de 2016 a 2021.

A capacidade da companhia em controlar custos, negociar com fornecedores e

CARTA AO INVESTIDOR

desenvolver métodos eficientes de construção fez com que, nesse ciclo, a margem bruta subisse de 12% para 36%.

O segundo exemplo desta dinâmica é o Banco do Brasil, que ao contrário do que o consenso de mercado tende a acreditar, tem sido exemplar no controle de custos e ganhos de eficiência.

Dos aproximadamente R\$ 50 bilhões de despesas administrativas que o Banco incorreu em 2021, 40% eram referentes ao custo com pessoal, fazendo desta linha o mais representativo custo da instituição.

Em 2014 o Banco atingiu a marca histórica de 111 mil funcionários, o que lhe gerava anualmente uma despesa de R\$ 19,5 bilhões em salários e encargos, além de R\$ 17,2 bilhões em outras despesas administrativas.

Desde então, através de programas como o demissão voluntária e fechamento de agências, o banco conseguiu reduzir o número de funcionários para 85 mil em 2021, além de reduzir as rubricas de “outras despesas administrativas” em 25%, de R\$ 17,2 para R\$ 12,9 bilhões.

Este processo, no entanto, não foi detrimental para a qualidade dos serviços, nem para as operações da instituição.

A despesa anual por funcionário, que em 2014 era de R\$174 mil reais, cresceu 41% e atingiu R\$247 mil reais em 2021, equivalente a 5,0% ao ano. Neste mesmo período, o INPC, que é base para negociação de dissídios, acumulou alta de 6,2% ao ano.

O Índice de Eficiência, que mede a proporção correspondente das despesas administrativas sobre receitas melhorou de 43,1% para 35,6%.

O lucro líquido do Banco, que em 2014 foi de R\$ 11,2 bilhões, equivalente a R\$ 100 mil por funcionário passou a R\$ 19,7 bilhões em 2021, ou R\$ 232 mil por funcionário, um crescimento de 12,6% ao ano.

Esses dados demonstram o excelente trabalho do Banco do Brasil em controlar suas despesas, das quais a mais relevante é ajustada anualmente pelo INPC, bem como o compromisso com a rentabilidade e o ganho de eficiência, fazendo com que o banco continue crescendo e gerando valor ao longo dos anos.

O cenário econômico atual é desafiador. O risco de inflação persistentemente alta, aliado a um ambiente de juros mais altos ao redor do mundo, é a principal preocupação dos mercados.

No curto prazo, as aplicações de renda fixa pós fixadas e até mesmo indexadas a inflação parecem boas alternativas de investimento.

Em um horizonte mais longo, no entanto, percebemos que momentos de inflexão de política monetárias, após atingir o limite de elevações de taxas de juros básicas, são excelentes momentos para investimento em ações.

Ser sócio de boas empresas, que tem capacidade de repassar os aumentos de custos e proteger seus resultados da inflação, é uma das melhores maneiras de conquistar retornos atrativos a longo prazo.

Os exemplos citados são alguns dos investimentos que mantemos nas carteiras de Renda Variável dos fundos da 4UM Investimentos. Seguimos convictos que são as melhores alternativas para os próximos 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:

