



4UM SMALL CAPS FIA

No mês de outubro de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de -0,2%, e, no ano, acumula queda de -18,0%. Para fins de comparação, o Índice Small Caps (SMLL) apresentou queda de -2,3% no mês, e acumula queda de -20,8% no ano.

A crise decorrente da pandemia do Covid-19 este ano teve impactos muito diferentes entre empresas. Ao contrário de ciclos econômicos tradicionais, alguns setores defensivos sofreram, enquanto empresas de consumo discricionário, por exemplo, estão apresentando desempenho razoavelmente positivo.

Além disso, empresas do mesmo setor estão apresentando resultados discrepantes, fruto de estratégias, vantagens competitivas e situações financeiras diferentes. Uma feliz surpresa que tivemos vem da mais recente tese adicionada ao fundo, a Tupy.

Ao adquirirmos a empresa, quando o mercado nos ofereceu por uma avaliação de R\$ 2,5 bilhões, vimos um potencial não precificado de expansão de margens, além de crescimento não orgânico.

Após dois trimestres negativos, a companhia entregou não apenas um lucro líquido positivo, mas também o maior da história da empresa.

O resultado líquido antes da pandemia girava em média em R\$ 70 milhões de lucro por trimestre. O primeiro tri de 2020 foi catastrófico com mais de R\$ 200 milhões de prejuízo, bem como o segundo tri que apresentou R\$ 80 milhões de prejuízo, com um dos menores níveis de receita dos últimos dez anos. O terceiro trimestre, no entanto, a

Tupy mostrou um lucro líquido de R\$ 128 milhões.

Esse resultado não foi fruto de expansão de receitas, que ainda se mantém abaixo da média pré-pandemia, mas sim de expansão de margens operacionais. Podemos destacar alguns pontos que justificaram essa expansão tão antes do esperado.

Em primeiro, um excelente trabalho de engenharia para otimização do uso de matéria-prima, aliado a um esforço comercial para renegociação com fornecedores. Dois exemplos de vantagens competitivas que vemos nas empresas líderes dos seus segmentos.

Em segundo lugar, a desvalorização do real brasileiro gerou ainda maior competitividade nos preços dos seus produtos no mercado externo, que representou 85% da receita líquida da companhia.

A geração de caixa foi beneficiada por menor nível de investimentos, porém sofreu com atrasos e prazos mais largos para pagamento de clientes.

Hoje a empresa está avaliada em R\$ 3,0 bilhões, e ainda vemos espaço para valorização.

Primeiramente, acreditamos que o mercado ainda não precifica uma retomada na indústria automotiva na Europa e Estados Unidos, dois dos principais mercados consumidores da Tupy, mesmo com sinais claros vindos dos ambiciosos programas de estímulo à infraestrutura propostos pelos governos locais.



Em segundo, a integração da Tupy com sua mais recente aquisição, a Teksid, deve começar a destravar valor para a companhia assim que o negócio for aprovado pelas entidades antitruste dos países em que as empresas operam, no mais tardar no final do primeiro semestre de 2021. Comentamos o racional dessa aquisição na nossa carta de gestão de agosto/20.

Por fim, vale destacar que surpresas positivas como a deste terceiro trimestre podem continuar acontecendo, tendo em vista a excelência operacional que a companhia possui. É o que chamamos de assimetria positiva de retornos.

Uma maior expansão de margens no futuro, advinda de uma captura de sinergias maior do que o esperado na aquisição da Teksid, ou talvez uma maior penetração dos produtos CGI (Compacted Graphite Iron, produto de maior valor agregado oferecido pela companhia) nos volumes de venda da Tupy, poderiam representar uma probabilidade ainda maior de valorização para nossa tese. Seguimos com grande convicção para essa mais nova tese do fundo Small Caps.