



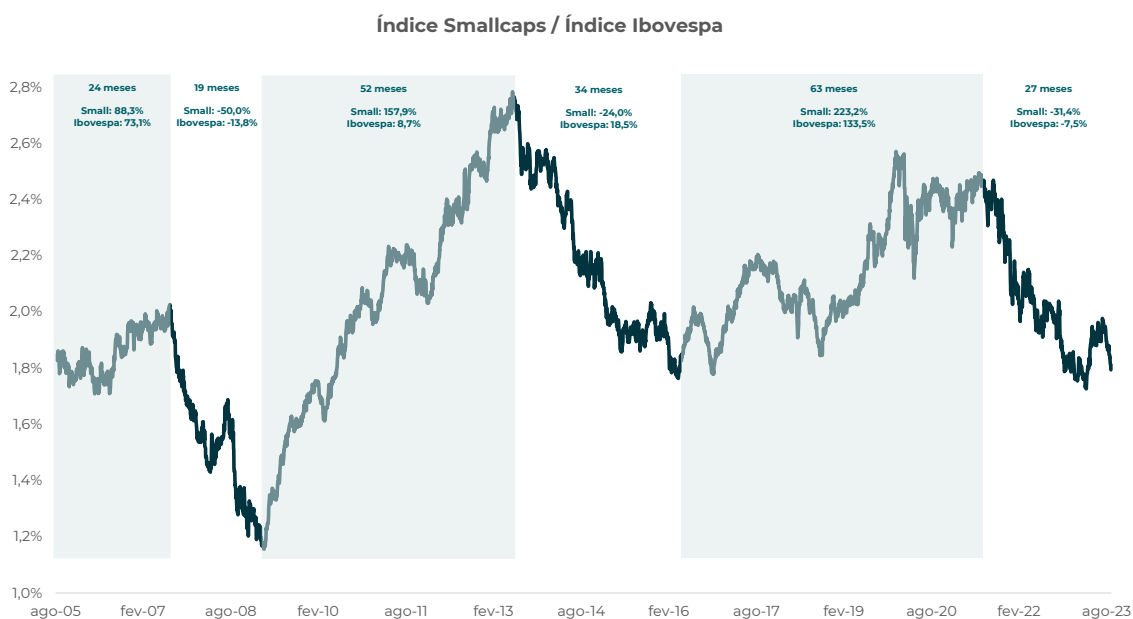
CARTA DO GESTOR

A despeito de incertezas econômicas e geopolíticas, enxergamos boas oportunidades de investimentos no mercado de ações brasileiro, por conta do atual nível de *valuation* de algumas empresas e do impulso vindo do ciclo de corte de juros. Entretanto, diante de possíveis turbulências nos mercados, enfatizamos a necessidade de uma gestão ativa dos portfólios.

GESTÃO TENAX: CONEXÃO MACRO & MICRO

Desde o início da Tenax, temos como pilar central do nosso processo de investimentos a combinação das análises fundamentalistas macro e micro. Acreditamos que a complementariedade destas diferentes formas de pensar acaba por maximizar o nosso potencial de geração de *alpha*, a partir de um processo mais eficiente em termos de originação de ideias, elaboração das teses e construção equilibrada do portfólio.

Historicamente, observamos que os ciclos de mercado são bastante intensos, especialmente no Brasil, um país em que as variáveis macroeconômicas têm uma volatilidade muito acima da média de outras economias. Neste contexto, a depender da conjuntura econômica, alguns setores acabam se destacando vis a vis o mercado em geral. No gráfico abaixo, destacamos a performance relativa, desde 2005, entre o índice Small Cap¹ (*proxy* da “bolsa doméstica”) e o Ibovespa² (que tem uma composição importante da “bolsa exportadora”). Podemos notar, inequivocamente, períodos em que as companhias domésticas acabam superando o mercado em geral (usualmente momentos em que a taxa Selic se encontra em trajetória cadente), enquanto em outros momentos, as companhias exportadoras se destacam (usualmente em tempos de depreciação do real frente ao dólar).



Fonte: Bloomberg e Tenax Capital

Dada esta conjuntura, entendemos a importância de sermos agnósticos do ponto de vista setorial, de forma a amplificar o nosso universo de cobertura e, conseqüentemente, as nossas possibilidades de geração de *alpha*. O setor de *commodities* é um exemplo clássico de segmento da bolsa que, em nossa visão, apresenta enormes oportunidades e assimetrias que podem ser capturadas ao longo do tempo, mas que acaba sendo negligenciado por uma parcela dos participantes de mercado por ser um setor mais cíclico e de difícil previsibilidade.

Outra característica bastante presente em nosso processo de investimentos passa pela gestão ativa, em que estamos continuamente buscando o equilíbrio do portfólio

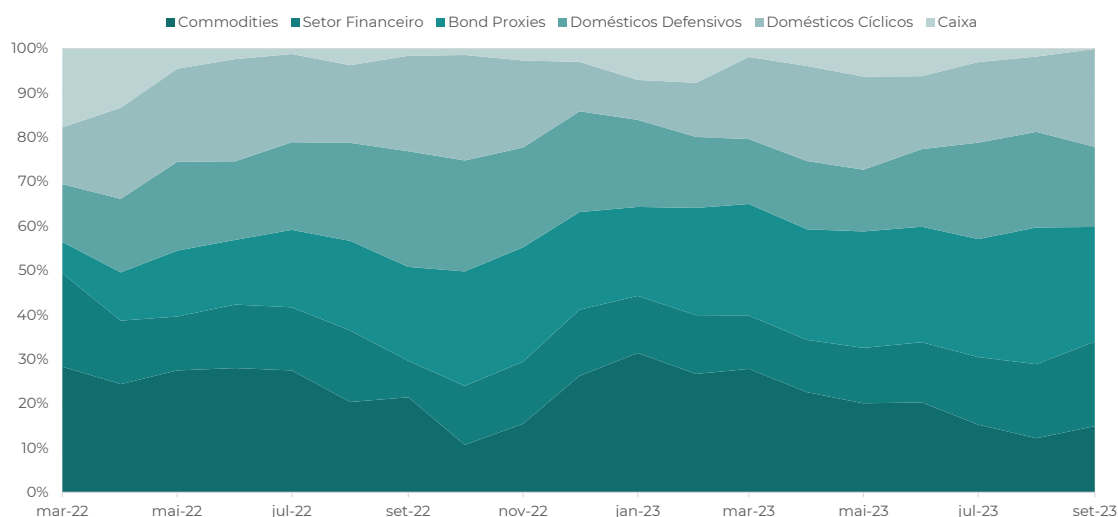
¹ Índice negociado na B3, composto por cerca de 85% de companhias ligadas a economia doméstica

² Principal índice de ações da B3, composto por cerca de 40% de companhias exportadoras

através da rotação setorial. Trata-se de um processo iterativo, em que os diferentes *inputs* macro e micro vão sendo capturados, processados e discutidos em nossos comitês, onde os ajustes que julgamos necessários são implementadas na carteira. A parcela *core* do portfólio, ou “chassi” como chamamos internamente, é composto por teses estruturais, usualmente os *compounders*, (companhias com gestão diferenciada e que apresentam modelos de negócios pautados por alto crescimento e alto retorno sob o capital investido) em que miramos um horizonte de longo prazo (3 anos) e implementamos pequenos ajustes no tamanho das posições ao longo do tempo. Adicionalmente, buscamos complementar o portfólio com teses que se encaixam em nosso cenário macroeconômico, não só olhando para os ciclos longos, mas também tentando identificar os miniciclos econômicos e de negócios das companhias, buscando teses com um viés mais tático.

O gráfico abaixo ilustra o processo de rotação setorial comentado acima. Nele, separamos as companhias em 5 grandes grupos, além da alocação em caixa: 1) *Commodities*; 2) Setor Financeiro; 3) *Bond Proxies*³; 4) Domésticos Defensivos e 5) Domésticos Cíclicos. Como pode-se observar, sempre mantivemos alguma exposição nestes diferentes grupos, mas com tamanhos diferentes ao longo do tempo.

Evolução Setorial Tenax Ações

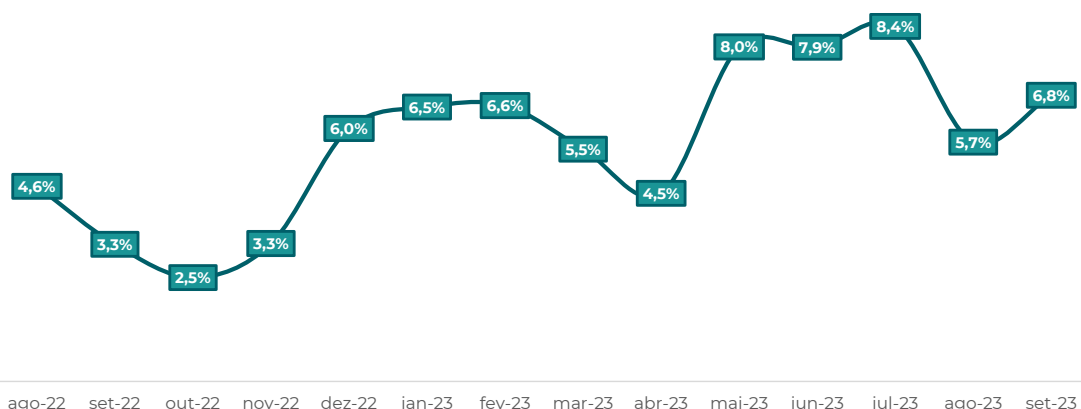


Fonte: Tenax Capital

Buscando explicitar de forma quantitativa o valor gerado através da gestão ativa do fundo, trazemos aqui um estudo que compara a performance efetiva da carteira do Tenax Ações, em janelas móveis de seis meses, com o resultado teórico do portfólio de seis meses atrás, se este ficasse “congelado” durante o período. Em média, conseguimos gerar um excesso de retorno ao redor de 5 p.p. nas janelas semestrais, o que indica que temos sido eficientes na gestão ativa do portfólio.

³ Companhias caracterizadas por uma maior previsibilidade de suas receitas, além de repasses de inflação usualmente previstos em contrato. Dadas essas características, acabam sendo comparadas a títulos de dívidas em que seus cupons têm um cronograma definido de recebimento por parte do investidor e são corrigidos pela inflação ao longo do tempo.

Geração de alpha por rotação da carteira

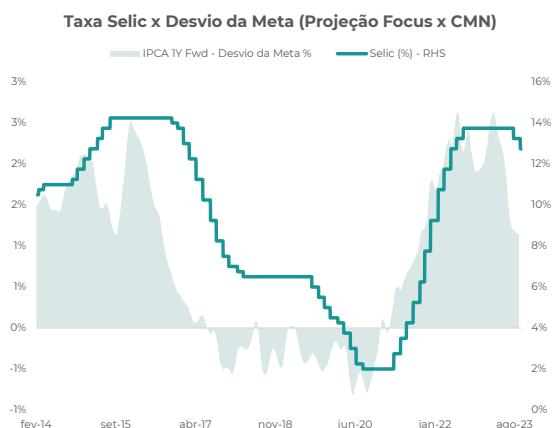
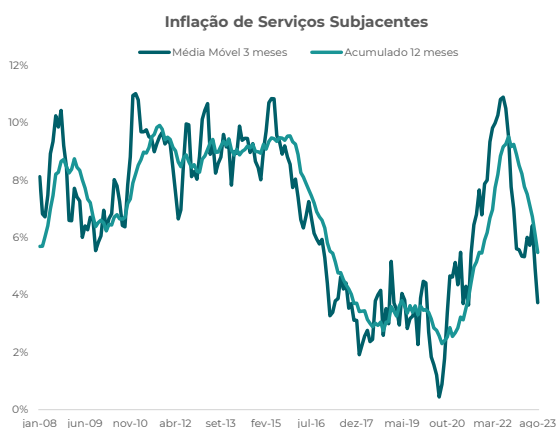


Fonte: Tenax Capital

MACRO: MAIS UM CICLO DE QUEDA DE JUROS: OPORTUNIDADES E RISCOS

Desde o início de agosto, o Brasil encontra-se em meio a um novo ciclo de afrouxamento monetário. Nosso cenário base prevê um ciclo total de corte de juros da ordem de 400 pontos base, mesmo considerando as incertezas relacionadas tanto ao quadro fiscal brasileiro e um cenário externo ainda extremamente desafiador e de difícil leitura.

Entendemos que o cenário inflacionário local segue benigno, criando uma dinâmica favorável à continuidade deste processo. Primeiramente, vale destacar a inflação de serviços subjacentes, que representa cerca de 1/3 da inflação total e é o componente inflacionário mais sensível à política monetária. No gráfico abaixo, é possível notar que desde o seu pico recente, em julho de 2022, sua trajetória tem sido de forte queda. Adicionalmente, podemos destacar que o diferencial entre a projeção Focus do IPCA de um ano a frente e a meta do CMN⁴ encontra-se também em trajetória cadente, sendo este um *input* bastante importante para o Banco Central na condução da política monetária.

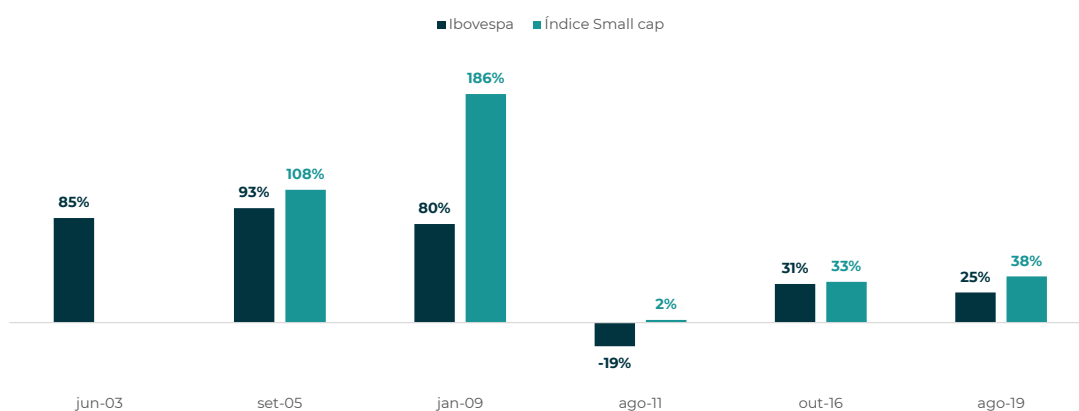


Fonte: IBGE e BCB

⁴ O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão normativo máximo do Sistema Financeiro Nacional que, dentre suas atribuições, define a meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central do Brasil.

Esta dinâmica, em nossa opinião, tem o potencial de gerar um ambiente positivo para o mercado de renda variável brasileiro. Conforme comentamos em nossa [carta do gestor do 1º trimestre de 2023](#), acreditamos que a curva de juros futura é a variável macroeconômica mais relevante para a performance do mercado acionário. Olhando para ciclos passados de queda de juros no Brasil, podemos ver claramente sua correlação com o desempenho da bolsa. Dos últimos seis ciclos de afrouxamento monetário, apenas o iniciado em agosto de 2011 não trouxe boas notícias nesse sentido. Naquele momento, o processo de queda de juros iniciado pelo então presidente do Banco Central do Brasil, Alexandre Tombini, acabou sendo bastante contestado pela comunidade de economistas e investidores, no contexto de que o país não reunia, à época, as bases macroeconômicas necessárias para que o processo pudesse ser implementado de forma saudável.

Performance Renda Variável
(24 meses após o início do ciclo de corte de juros)



Fonte: Bloomberg

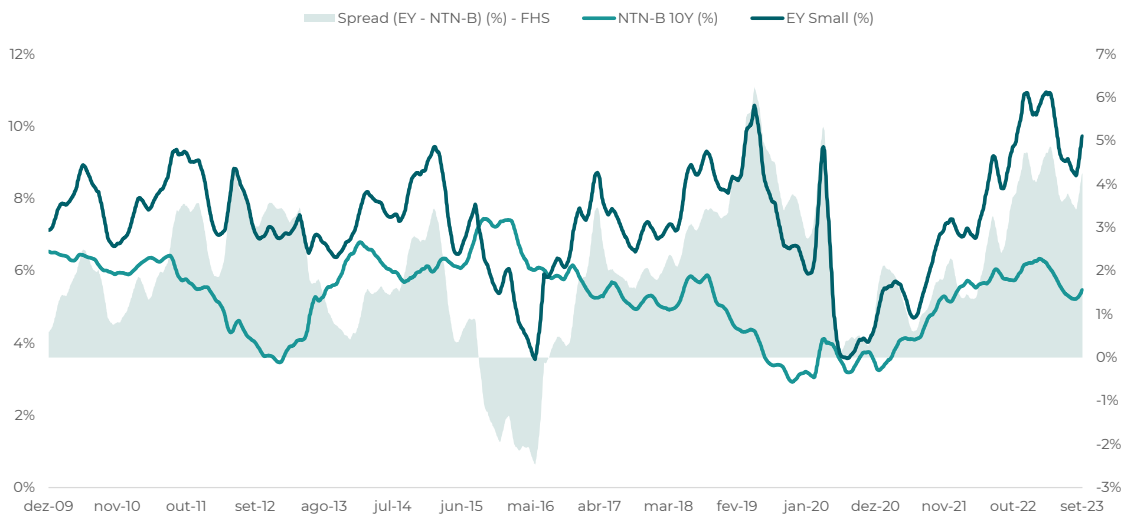
Com relação à precificação dos ativos de renda variável local, entendemos que o patamar atual de *valuation* das companhias em geral encontra-se em níveis bastante descontados, o que é um dos principais pilares da nossa visão construtiva com a bolsa brasileira. Chama-nos a atenção, sobretudo, as empresas ligadas à economia doméstica, normalmente as mais beneficiadas por um ambiente de queda de juros de diferentes formas: 1) pela redução do *ke*⁵; 2) pela queda da despesa financeira líquida (especialmente as empresas mais alavancadas) e 3) pelo aumento da demanda em alguns setores, especialmente os mais dependentes de crédito. Podemos ver, no gráfico abaixo, que o *Earnings Yield*⁶ do índice Small Cap encontra-se próximo do seu patamar máximo da série histórica desde 2009.

Outra forma bastante interessante de olharmos para a assimetria deste grupo de companhias passa por compararmos o diferencial entre o seu *Earnings Yield* com a NTN-B de 10 anos. Quanto maior for esse diferencial, mais barato ou mais assimétrico encontra-se este grupo de empresas. Pode-se notar que o nível deste diferencial se encontra próximo ao patamar máximo da série, o que sugere que o *valuation* deste grupo de companhias parece barato, não só em termos absolutos, mas também em termos relativos ao patamar de juros real.

⁵ O *Ke* (*cost of equity*) de uma companhia refere-se à medida de retorno requerido pelo investidor para assumir o risco de investimento no *equity* desta companhia, composto pela taxa livre de risco somada a um prêmio de risco.

⁶ O *Earnings Yield* é o inverso do indicador *P/E* (Preço/Lucro), e traz uma medida de rendimento do acionista em relação ao valor de mercado da companhia.

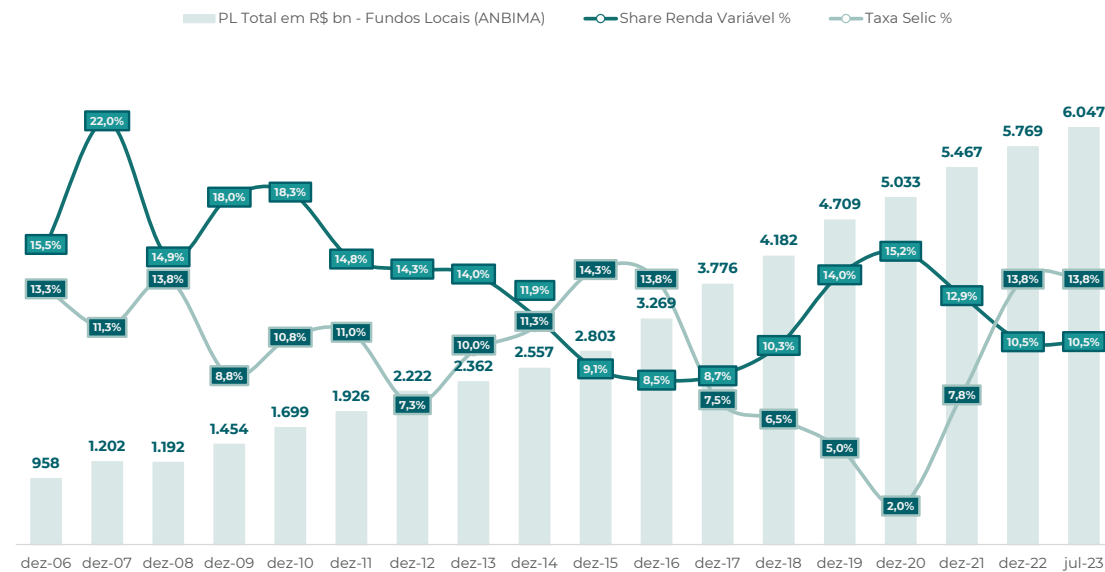
Earnings Yield Índice Small cap x NTN-B 10y



Fonte: Bloomberg

Dado o quadro atual, em que, a despeito das perspectivas positivas advindas do já iniciado do ciclo de corte de juros no Brasil, o *valuation* da bolsa ainda permanece bastante descontado, é natural a reflexão sobre qual seria o potencial “gatilho” que pudesse destravar uma performance mais positiva para o mercado acionário local. Dentre as diversas possibilidades, a nossa principal hipótese passa pela dinâmica ilustrada pelo gráfico abaixo, em que correlacionamos a Taxa Selic com o *market share* de renda variável em relação ao total de ativos da Anbima. É possível notar que existe uma clara correlação negativa entre a Selic (o patamar de juros “spot”) e o nível de alocação em renda variável dos investidores em geral. Quanto menor a Selic, maior o patamar de alocação em ações, e vice-versa. Em outras palavras, talvez o gatilho mencionado não venha pelo lado do fundamento (curva de juros futura), mas sim pelo lado do fluxo (juros “spot”). A cada 1 p.p. de ganho de *share* de renda variável, deveríamos ver um fluxo líquido comprador da ordem de R\$60bi em ações.

Market Share em Renda Variável (Ativos totais Anbima) x Taxa Selic



Fonte: Anbima

É inegável que o espectro de riscos vem aumentando de forma significativa ao longo das últimas semanas. Não obstante as perspectivas positivas com relação a trajetória inflação brasileira, temos visto uma crescente preocupação do Banco Central quanto ao tema. De forma objetiva, enxergamos três principais riscos:

1. O preço do petróleo negociando a patamares elevados, com o Brent bastante resiliente em torno de USD 90/barril. É importante lembrar que, não só os combustíveis acabam sendo pressionados neste contexto, mas muito do que consumimos também tem como matérias primas derivados desta *commodity* (plásticos, tintas, borrachas sintéticas etc.). Adicionalmente, o conflito recém iniciado entre Israel e o Hamas traz ainda mais dúvidas sobre esta variável. O potencial envolvimento do Irã no conflito coloca em risco o fluxo marítimo do estreito de Ormuz, por onde transita cerca de 30% da produção mundial de petróleo.
2. Juros subindo em diversas geografias do globo, especialmente nos EUA, onde a *Treasury* americana de 10 anos chegou recentemente em seu patamar máximo desde 2007 (4,87%). O principal risco aqui está relacionado a potencial desvalorização mais significativa do real frente ao dólar, dado o importante componente dolarizado de nossa inflação.
3. Uma atividade local que tem sido mais forte do que o esperado no atual momento do ciclo econômico, o que no jargão dos economistas é ilustrado pelo chamado hiato do produto (diferença entre o PIB corrente e o PIB potencial). Este risco foi citado com mais ênfase na última ata do Copom, de forma que, se por um lado as frequentes revisões altistas do PIB trazem notícias positivas, por outro lado atrapalham o nosso processo de desinflação.

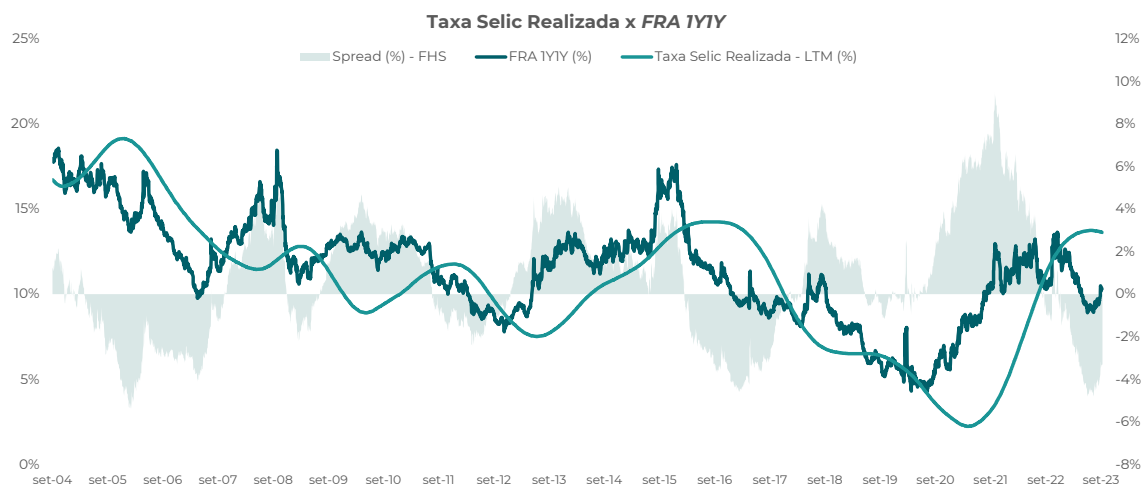
Uma outra discussão relevante, mas muito mais complexa e, talvez até um pouco etérea, diz respeito a um potencial novo regime de juros global. É fato que, no caso de entrarmos em um ambiente de juros mais altos em diversas geografias do globo, muito provavelmente a nossa taxa também deverá se estabilizar em patamares superiores. Inclusive, o diferencial de juros reais entre o Brasil e os EUA encontram-se atualmente em níveis historicamente baixos, o que potencializa essa preocupação.

Diferencial de Juros Reais de 10 anos - Brasil vs EUA



Fonte: Bloomberg

Por fim, a curva de juros pré-fixada atual já embute boa parte do ciclo de queda da Selic. Comparando a Selic com o *FRA*⁷ 1Y1Y, vimos ao longo das últimas semanas alguns cortes sendo retirados da curva, muito em função das preocupações e riscos citados acima, fato que gerou queda do mercado acionário brasileiro. Essa dinâmica reforça a importância de acompanharmos com muita atenção cada um dos riscos levantados, a fim de sermos ágeis em reequilibrarmos o portfólio no caso de uma mudança mais estrutural do nosso cenário base.



Fonte: Bloomberg e Tenax Capital

Em resumo, ponderando todos os fatores citados acima, permanecemos com uma visão estruturalmente positiva com relação ao mercado acionário brasileiro, mas cientes que os riscos vêm aumentando na margem e que podemos enfrentar ainda períodos turbulentos ao longo dos próximos meses.

MICRO: TESES ESTRUTURAIS E COMPOUNDERS

Nesta seção, vamos discorrer de forma objetiva sobre três teses que vem sendo importantes posições em nosso portfólio desde o início da Tenax. São elas Equatorial Energia, Iguatemi e Grupo GPS.

Equatorial Energia

Desde o início da Tenax, temos dedicado atenção especial ao setor de *Utilities*, o qual entendemos apresentar, com uma frequência acima da média, oportunidades de investimento em que a relação risco-retorno seja bastante favorável, dada a alta tecnicidade necessária para o entendimento completo das nuances setoriais, das complexidades regulatórias e do modelo de negócios das companhias.

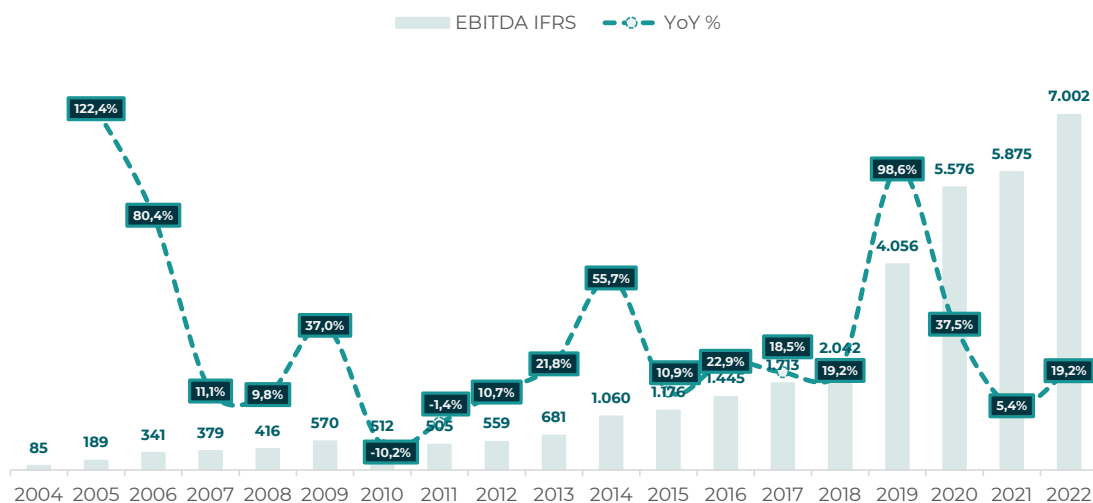
Dentre os vários segmentos do setor, vemos o de distribuição de energia, atualmente, com as melhores oportunidades de investimento. Entendemos que as características da prestação desse serviço (monopólio natural, com alta necessidade de investimentos) juntamente a seu arcabouço regulatório sólido (regulação por incentivos) permitem o surgimento de companhias que, a partir de um modelo

⁷ *Forward Rate Agreement*, que se refere a taxa média de juros em um período futuro. No caso aqui, estamos olhando para a taxa média de juros de 1 ano, 1 ano a frente.

pautado por uma boa gestão operacional, sejam capazes de alocar capital com retornos consistentemente acima do oferecido pelo regulador.

O Grupo Equatorial Energia é uma das maiores e mais eficientes empresas de distribuição de energia elétrica do Brasil, atuando em sete áreas de concessão deste serviço. Adicionalmente, a companhia tem presença em outras frentes do setor, como transmissão, geração e comercialização de energia elétrica, além de saneamento básico. Seu histórico de crescimento é muito impressionante, tendo seu *EBITDA* multiplicado por 82 vezes ao longo dos seus 18 anos de história, uma taxa anualizada próxima a 30% a.a.

Evolução do EBITDA da Equatorial Energia (em R\$milhões)



Fonte: RI da companhia

A Equatorial tem sido um dos principais investimento do nosso portfólio desde o início de nossos fundos. Mais do que uma excelente operadora de ativos, enxergamos na Equatorial Energia uma gama de características que nos atraem: 1) histórico longo e comprovado de geração de valor, entregando altas taxas de crescimento com retornos muito acima de seu custo de oportunidade, a partir de um modelo assertivo de alocação de capital onde as diversas oportunidades de crescimento são avaliadas de forma bastante criteriosa; 2) profundo conhecimento técnico, regulatório e operacional nos setores em que atua, permitindo a companhia assumir riscos que outras empresas não tem apetite, o que ajuda a gerar retornos excepcionais e 3) forte alinhamento de interesses entre os executivos e os acionistas.

A tabela abaixo sumariza a nossa perspectiva sobre o histórico dos retornos obtidos pela Equatorial na construção de seu atual portfólio de ativos, com base na TIR real dos fluxos de caixa recebidos e a receber pelo acionista. Mesmo os investimentos com retornos aparentemente módicos, como é o caso da Echoenergia, contam com inúmeras opcionalidades não incorporadas em nossas premissas, que podem resultar em retornos realizados muito acima do projetado.

Ativo	Ano de aquisição	Segmento de atuação	Contexto da Aquisição	Retorno obtido (% a.a.)
Equatorial MA	2004	Distribuição	Privatização da CEMAR	IPCA + 34,0%
Equatorial PA	2012	Distribuição	Recuperação Judicial da CELPA	IPCA + 28,0%
Equatorial PI	2018	Distribuição	Privatização da CEPISA	IPCA + 20,0%
Equatorial AL	2019	Distribuição	Privatização da CEAL	IPCA + 19,5%
Equatorial RS	2021	Distribuição	Privatização da CEEE-D	IPCA + 25,0%*
Equatorial AP	2021	Distribuição	Privatização da CEA	IPCA + 18,0%
Equatorial GO	2022	Distribuição	Desinvestimento ENEL	IPCA + 27,0%
Transmissão	2017	Transmissão	Aquisição Intesa + Leilão de Transmissão	IPCA + 37,0%*
Echoenergia	2022	Geração / Comercialização	Entrada em Renováveis	IPCA + 9,0%
Saneamento AP (CSA)	2022	Saneamento	Entrada em Saneamento	IPCA + 12,0%

(*) – A aquisição / construção desses ativos, no nível do projeto, foi praticamente toda financiada por capital de terceiros, de forma que o retorno obtido pelo acionista da Equatorial Energia foi, em teoria, muito maior do que o calculado aqui. Apesar disso, quando olhamos para o nível consolidado, entendemos que a capacidade de alavancagem do Grupo é limitada pelos seus *covenants* de dívida e estrutura de capital ótima, de forma que a assunção de dívidas no nível dos projetos representa uma renúncia a potencial dividendos pelos acionistas do Grupo, que foram levados em consideração para assumirmos as premissas de alocação de capital próprio em tais ativos.

Além de continuar investindo na expansão e manutenção dos seus ativos atuais, acreditamos que ainda existam oportunidades interessantes de alocação de capital pela Equatorial Energia. O direcionamento estratégico global de alguns grupos estrangeiros que atuam no setor elétrico brasileiro e as novas regras de renovação das concessões de distribuição vindas até 2031, a serem definidas pelo Governo Federal, podem fazer com que algumas concessões de distribuição passem pelo processo de troca de controle ao longo dos próximos anos. Adicionalmente, novos projetos e concessões de saneamento básico devem ser licitados no curto prazo, sendo essa uma importante avenida de crescimento que já vem sendo explorada pelo grupo.

Iguatemi

A Iguatemi é a terceira maior operadora de *shoppings centers* do Brasil, administrando 14 *shoppings*, 2 *outlets* e 4 torres comerciais, com foco nas classes A e B. Nossa tese se baseia em três pilares fundamentais: 1) um portfólio de altíssima qualidade (com participação em três dos cinco melhores *shoppings* do Brasil em termos de vendas/m²); 2) um excelente momento operacional e 3) níveis de *valuation* extremamente descontados, em patamares de múltiplos *P/FFO*⁸ e *Cap Rate*⁹ não vistos há muitos anos.

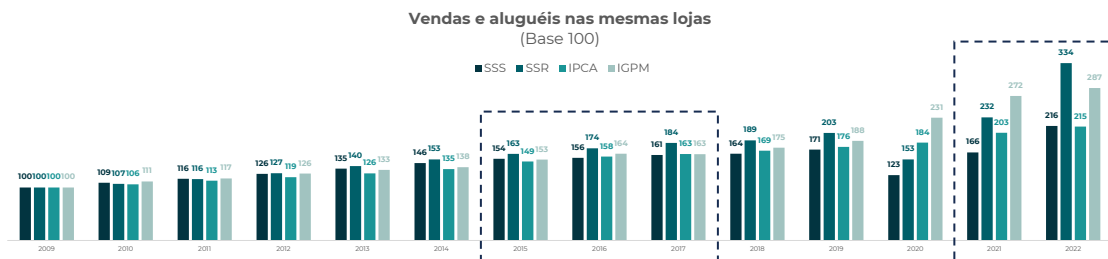
Olhando para o longo histórico operacional da companhia, destacamos a resiliência de suas principais métricas operacionais (crescimento de vendas e aluguéis), mesmo em momentos macroeconômicos desafiadores. Dois períodos em especial nos chamam a atenção: 1) Crise econômica de 2015-2017, em que a companhia não reportou nenhum trimestre com *SSS*¹⁰ negativo, além de conseguir expandir os seus aluguéis acima da inflação do período; 2) Após a fase mais crítica da pandemia, a Iguatemi observou uma notável recuperação das vendas de seus *shoppings*, tendo já em 2021 apresentado níveis muito próximos a 2019, mesmo no contexto em que a Covid-19 transformou os hábitos de consumo das pessoas, impulsionando o *e-commerce* e levantando questionamentos sobre o futuro do varejo físico. Adicionalmente, vale destacar o forte *pricing power* da companhia durante este período, com a Iguatemi tendo conseguido repassar integralmente o altíssimo IGP-M

⁸ Métrica usualmente aplicada como medida de valor de companhias ligadas ao mercado imobiliário, que compara o P (valor de mercado do ativo) com o seu *FFO - Funds from operations* (que é uma referência sobre sua geração de caixa operacional, calculada a partir da soma de seu lucro líquido com sua depreciação e amortização).

⁹ Métrica usualmente aplicada como medida de valor de companhias ligadas ao mercado imobiliário, que compara o resultado operacional dos ativos (aluguéis e outras receitas, subtraindo-se os custos operacionais dos ativos) com o seu *Enterprise Value* (valor de mercado da companhia somado a sua dívida líquida).

¹⁰ Vendas em mesmas lojas.

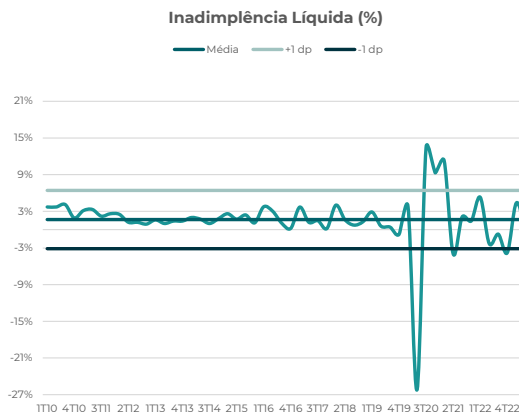
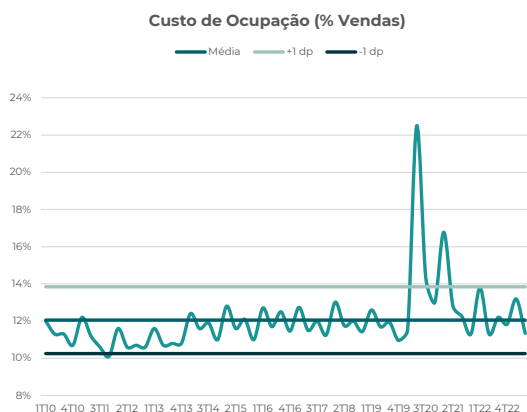
de 52,9% acumulado entre 2020 e 2022, imprimindo uma expansão média de 65,0% em seus aluguéis. Esse aumento veio, entretanto, sem prejudicar a saúde financeira dos lojistas, graças aos ganhos de eficiência advindos dos custos condominiais (água, energia e segurança), que representam aproximadamente 40% do custo de ocupação total.



Fonte: RI da companhia

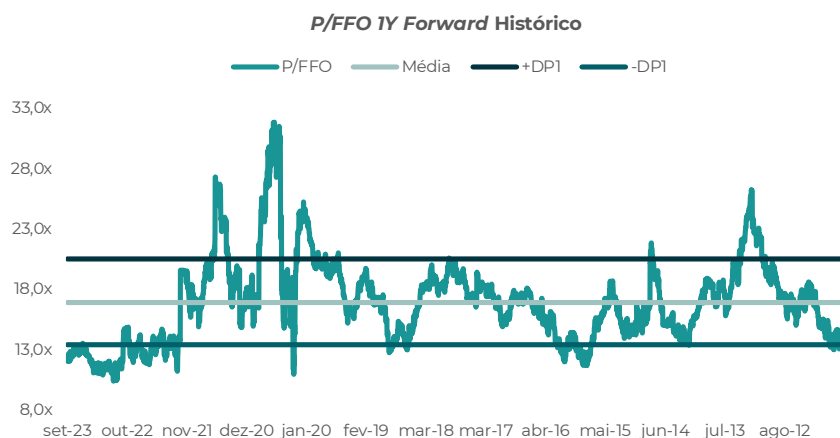
O cenário atual é de um sólido crescimento de vendas, o que tem permitido à companhia expandir os seus aluguéis acima da inflação, mantendo custo de ocupação e inadimplência em níveis historicamente baixos. Vale destacar que este ótimo momento operacional vem ocorrendo a despeito de uma dinâmica ainda complicada para o segmento de moda, que representa cerca de 1/3 da ABL da indústria de *shoppings centers*.

Dados 2023 vs 2022 - Iguatemi	1T23	2T23	Quebra do SSS 2023 vs 2022 - Iguatemi	% ABL	1T23	2T23
Crescimento Vendas Totais	16,8%	8,0%	Alimentação	13,7%	19,6%	9,1%
SSS	15,0%	6,5%	Moda, Calçados, Artigos de Couro	33,4%	12,6%	5,2%
SSR	19,7%	10,5%	Artigos para Lar, Livraria, Papelaria	11,2%	10,9%	-1,8%
SSR Real	12,3%	7,1%	Artigos Diversos, Saúde, Beleza, Joalherias	16,7%	16,6%	8,8%
Custo de Ocupação	13,2%	11,3%	Serviços, Entretenimento, Outros	25,0%	19,3%	12,0%
Inadimplência Líquida	4,4%	0,1%	Total	100,0%	15,0%	6,5%

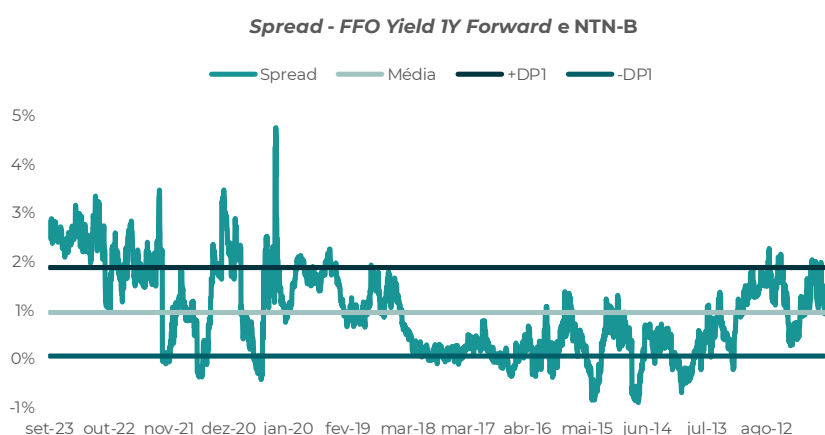


Fonte: RI da companhia

Em termos de *valuation*, poucas vezes vimos uma assimetria tão grande em relação as companhias do setor, em especial a Iguatemi. Olhando para o seu múltiplo *P/FFO*, vemos o nível atual próximo as mínimas históricas, cerca de 40% abaixo da média desde 2011 e inclusive abaixo da crise brasileira de 2015-2016. Adicionalmente, a partir da expansão projetada de suas métricas operacionais e da queda de suas despesas financeiras líquidas advindo de uma Selic média mais baixa, enxergamos a companhia negociando a 9,2x *P/FFO* em 2024, o que representa um *spread* para a NTN-B da ordem de 5,2%, sendo este o maior nível da série histórica.



Último	12,0x
Média 1y	12,3x
Média 3y	15,3x
Média 5y	17,2x
Média 10y	16,7x



Último	2,8%
Média 1y	2,4%
Média 3y	1,8%
Média 5y	1,6%
Média 10y	1,0%

Fonte: Bloomberg

Ao analisarmos o histórico de transações do setor, a partir de uma lista de 124 *deals* privados realizados ao longo dos últimos anos, e olhando para a métrica de *Cap Rate*, que traz uma leitura sobre o *yield* implícito nos ativos, enxergamos um *cap rate* médio ao redor de 8,0% para este grupo de transações, com uma dispersão pouco significativa ao longo do tempo, mesmo em períodos com diferentes patamares de NTN-B (juros reais). Recentemente, alguns *M&As* nos chamaram atenção: 1) Fundo da Capitânia comprando 15% do portfólio da Almeida Junior (empresa privada líder do setor em Santa Catarina), a um *cap rate* implícito de 8,8%; 2) Allos vendendo 5 ativos (Plaza Sul, Jardim Sul, Shopping Bauru, Boulevard Shopping Campos e Santana Park Shopping) a *cap rate* médio ao redor de 8,0%. Já a Iguatemi, em nossas contas, negocia a um *cap rate* acima de 14% para 2024, o que evidencia a grande dispersão de *valuation* entre o público e o privado.

Por fim, duas outras análises que gostamos bastante de olhar e expressam o tamanho da assimetria embutida no preço corrente das ações da Iguatemi. A primeira delas busca calcular o *upside* do *equity* da companhia atribuindo *cap rates* diferentes para dois grupos de ativos distintos: 1) Iguatemi São Paulo + Iguatemi JK, que são dois dos melhores *shoppings* do Brasil e tem um valor estratégico muito grande e 2) Os doze

demais ativos da companhia. Em nosso cenário base¹¹, vemos um *upside* de quase 90% para o *equity* da Iguatemi.

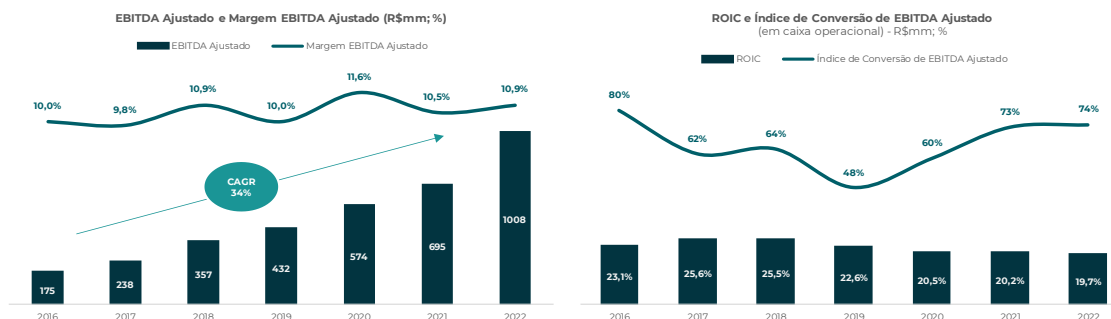
A segunda passa por atribuímos valor justo ao primeiro grupo (Iguatemi São Paulo e JK Iguatemi), e como *output* calcularmos o *valuation* implícito dos demais ativos. Usando como base um *cap rate* de 6,5% para o primeiro grupo (o que julgamos conservador dada a qualidade dos ativos em questão), a conclusão é de que o *cap rate* implícito no restante do portfólio é de quase 38,3%, sendo que estamos falando de um portfólio com ativos de alta qualidade, que tem apresentado crescimento de aluguel próximo a 10% yoy ao longo dos últimos trimestres.

Sensibilidade Upside para o Equity - Valor dos Ativos						Iguatemi				
Cap Rate Premium Malls						NOI 2023E - Iguatemi SP R\$ 358,2 MM		NOI 2023E - JK Iguatemi R\$ 183,7 MM		
						Cap Rate	Cap Rate			
						EV	EV			
						EV@Stake	EV@Stake			
						EV IGTI	EV Iguatemi SP + JK			
						% do EV	NOI Restante 2023 (% Iguatemi)			
						Cap Rate Implícito				
Cap Rate Outros Shoppings		4,5%	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%				
	5,0%	227,0%	202,1%	184,8%	172,1%	162,4%	R\$ 3,2 Bi	R\$ 2,8 Bi	R\$ 7,8 Bi	R\$ 6,0 Bi
	6,0%	190,2%	165,2%	147,9%	135,3%	125,6%				
	7,0%	163,9%	138,9%	121,6%	109,0%	99,3%				
	8,0%	144,2%	119,2%	101,9%	89,2%	79,5%				
	9,0%	128,8%	103,8%	86,6%	73,9%	64,2%				
	10,0%	116,5%	91,6%	74,3%	61,6%	51,9%				
	11,0%	106,5%	81,5%	64,2%	51,5%	41,9%				
	12,0%	98,1%	73,2%	55,9%	43,2%	33,5%				
	13,0%	91,0%	66,1%	48,8%	36,1%	26,4%				

Grupo GPS

A GPS é a empresa líder no grande e fragmentado setor de terceirização de serviços no Brasil, com um *market share* estimado da ordem de 4%, sendo cerca de 3x maior que o 2º *player*. A companhia vem sendo uma das principais posições do nosso portfólio desde o início da Tenax, na medida que enxergamos na GPS características de um verdadeiro *compounder*.

Apesar de atuar em um setor caracterizado por suas baixas barreiras de entrada e altamente mão de obra intensivo, enxergamos na companhia diferenciais competitivos que a permitem obter taxas de crescimento e níveis de retorno altíssimos. Desde 2008, a GPS tem imprimido um crescimento de faturamento acima de 30% a.a., sendo que aproximadamente metade disso de forma orgânica e a outra metade a partir de um plano de aquisições extremamente bem executado. Seus retornos são igualmente impressionantes, com níveis de ROIC e ROE acima de 20% e 25% respectivamente de forma bastante consistente. Adicionalmente, a companhia converte cerca de 65% de seu *EBITDA* em caixa, de forma que a maior parte deste crescimento veio sem a necessidade de realizar aumentos de capital, mantendo níveis de alavancagem bastante saudáveis.



Fonte: Dados da companhia

¹¹ Assumimos 6,5% de *cap rate* justo para o Iguatemi Faria Lima e Iguatemi JK, e 9% para o restante dos ativos da companhia.

Do lado qualitativo, acreditamos que a GPS apresenta similaridades a outra companhia que admiramos bastante: a Localiza. Assim como a GPS, a Localiza também atua em um setor *commoditizado* e caracterizado por ter baixíssimas barreiras de entrada, de forma que, para ser tão dominante no setor de locação de veículos, a companhia buscou se diferenciar, principalmente, pelo lado do custo (escala para negociar com as montadoras), da eficiência e do investimento em sistemas e controles internos, além de uma cultura muito forte pautada por excelência na execução, geração de EVA¹² e meritocracia.

No caso da GPS, a história não é muito diferente. A companhia também tem como principais vantagens competitivas a escala, seu modelo de gestão e uma cultura extremamente forte e enraizada em toda a organização. A escala é essencial para diluir os custos fixos de *backoffice* (RH, jurídico, financeiro, comercial etc.), tanto nacionalmente quanto regionalmente. Seu modelo de gestão é pautado por uma estrutura altamente descentralizada, em que os gerentes de contrato são os grandes protagonistas, atuando como pequenos empresários que tem total autonomia na tomada de decisão, sendo cobrados por quatro grandes metas (*EBITDA*, *churn*, *NPS* e número de acidentes de trabalho) e podendo receber uma remuneração variável agressiva de acordo com sua entrega. Adicionalmente, a companhia possui um robusto sistema proprietário, que traz ferramentas essenciais para o gerenciamento das inúmeras complexidades do negócio. Por fim, a companhia tem uma cultura invejável, em que autonomia, eficiência (cultura de “contar centavos”) e meritocracia são os grandes pilares. A GPS possui um programa de *partnership* em que todos os funcionários da companhia têm a oportunidade de ascenderem na organização. Atualmente, a GPS tem um total de 46 sócios, sendo que a grande maioria começou sua trajetória na empresa como gerente de contrato.

Em relação a *valuation*, vemos a GPS negociando a um *P/E* de 16,5x 2024 e 12,7x 2025, níveis de múltiplos que julgamos bastante palatáveis dado o potencial de crescimento e *economics* da companhia. Enxergamos uma taxa interna de retorno de 3 anos da ordem 25% a.a., usando como base um múltiplo de saída de 17,5x lucro.

¹² *Economic Value Added*, ou valor econômico adicionado, busca mensurar a criação ou destruição de valor de uma empresa. Este indicador é calculado a partir da multiplicação do capital investido pela diferença entre o seu retorno sob o capital investido (*ROIC*) e seu custo de capital (*WACC*)

CENÁRIO MACRO

O mês de setembro foi marcado por forte movimento de alta nas taxas de juros dos Estados Unidos, com o juro real de 10 anos alcançando patamares só vistos antes da crise financeira de 2008. De maneira geral, a discussão tem passado sobre o qual o nível de juros de equilíbrio da economia pós-pandemia.

A economia seguiu apresentando sinais de resiliência, mesmo após a recente elevação nos juros básicos, alimentando a visão da necessidade de altas adicionais ou da manutenção de juros mais elevados por tempo mais prolongado. PIB do terceiro trimestre deve mostrar crescimento superior a 3,5% em termos anualizados. Além disso, as revisões das séries de renda e PIB indicam que o consumidor acumulou poupança extra maior do que o sugerido pela série anterior.

Uma possível desaceleração da atividade passa pela queda no consumo, mas para isso ocorrer, os norte-americanos precisariam perceber uma acomodação na renda, em um mercado de trabalho menos apertado. Alguns sinais, nesse sentido, já podem ser observados como na moderação dos salários e um início de recuperação da força de trabalho. Além disso, o recente aperto nas condições financeiras contribuirá para alguma redução nas intenções de contratação. Por outro lado, o forte ritmo de criação de vagas ainda deve sustentar a massa salarial nos próximos meses. Nossa expectativa é que economia caminhe para um processo mais consistente de desaceleração, a partir do final deste ano.

Os indicadores de inflação nos EUA seguiram apontando para acomodação nos preços, com o núcleo PCE de agosto caindo para 3,9% ano a ano, em comparação com 4,3% ano a ano em julho. Essa tendência deve persistir até o final do ano, com números mensais aproximando-se do nível consistente com a meta de 2,0%. A rápida e intensa elevação nos preços do petróleo até agora não afetou as expectativas de inflação, já que parece estar mais relacionada à oferta do que à demanda pela commodity, representando, portanto, um risco maior para a renda disponível do que para a dinâmica inflacionária ex-voláteis.

Na Zona do Euro, o ECB elevou a taxa de juros em 0,25% e indicou o término do ciclo de aperto monetário, em meio a sinais de desaceleração na economia, tanto no consumo quanto na produção industrial. Embora a inflação de serviços permaneça elevada, houve melhorias recentes. Na China, por outro lado, vimos dados de atividade mensais mais robustos, mas os números de vendas de casas seguem fracos em setembro após algumas semanas de recuperação.

A tendência global de aperto das condições financeiras também ocorreu no Brasil, gerando uma forte reprecificação de ativos e redução na expectativa de flexibilização das taxas de juros. No entanto, em termos de fundamentos econômicos, pouco mudou. A discussão em torno da agenda fiscal continuou intensa, com o governo reforçando que não haverá flexibilização da meta de resultado primário. Nossa visão é que a agenda de arrecadação terá sucesso apenas parcial e que o déficit para 2024 deve aproximar-se de 0,8% do PIB. Quanto ao Banco Central, os membros sinalizaram a manutenção do ritmo de cortes de 50 pontos-base na taxa Selic. A dinâmica de curto prazo da inflação tem permanecido benigna, especialmente no tocante à inflação de serviços. Ainda vemos um ciclo de flexibilização que pode chegar a 450 pontos-base no total no Brasil, mas para isso é importante que nosso cenário de acomodação da economia dos Estados Unidos também se concretize, levando a uma interrupção do movimento de alta de juros lá fora. Uma redução no ciclo de flexibilização no Brasil depende de uma desvalorização maior do Real em relação ao que foi observado até o momento.

ESTRATÉGIA MACRO

O processo de abertura dos juros americanos se intensificou causando um movimento de aversão a risco generalizado. A resiliência dos dados econômicos dos EUA e fatores técnicos (emissões do tesouro e redução do balanço do FED), nos levaram a reduzir nossas posições direcionais aplicadas, mudando para posições de aumento de inclinação da curva. Mantemos nosso viés aplicador, no mercado de juros global, mas precisamos enxergar alguma estabilidade dos juros americanos para voltarmos a nos posicionar de maneira mais significativa.

A combinação de juros longos e petróleo mais altos causou uma correção geral das bolsas. Entendemos que a bolsa americana segue cara, se comparada aos juros reais, mas dado os níveis atuais, posicionamento técnico e sazonalidade mais positiva para os últimos meses do ano, preferimos nos manter zerados. Seguimos com viés vendedor de bolsa europeia, por conta do mix desafiador de atividade/inflação da região.

No mercado de moedas global, acreditamos que o ambiente ainda favorece a compra de USD, mas depois do *rally* expressivo da moeda nos últimos meses, estamos neutros.

Os ativos brasileiros não resistiram ao movimento de alta nos juros americanos. O mercado de juros locais até se comportou bem, mas sucumbiu quando o Real acelerou o movimento de desvalorização. A partir daí, observamos movimento de *stop* de posições aplicadas no mercado, com investidores passando a projetar um ciclo de corte de juros mais curto do que anteriormente. Hoje o mercado precifica um ciclo de afrouxamento monetário de mais 200bps de corte. Decidimos reduzir nossas posições aplicadas, tanto em juros reais quanto nominais e, assim como em outras regiões, aguardamos alguma estabilidade dos juros desenvolvidos e da moeda brasileira para voltar a aplicar. Seguimos com viés otimista para a bolsa brasileira, principalmente pela dinâmica microeconômica das empresas, mas também reduzimos nossas posições compradas por gerenciamento de risco. Temos operado taticamente com viés comprador de USD contra o Real.

O fundo apresentou um resultado negativo de 1,03% no mês, com as principais perdas vindas de posições em juros globais (-0,61%), bolsas (-0,70%) e juros brasileiros (-0,29%).

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Setembro foi um mês desafiador e volátil para os ativos de risco brasileiros. A interação complexa entre fatores econômicos, políticos e globais criou um ambiente de investimentos com maiores incertezas. Inicialmente, houve otimismo relacionado à retomada econômica brasileira, impulsionado pela melhoria dos indicadores macro e pequenos avanços relacionados ao quadro fiscal. Entretanto, a segunda quinzena do mês apresentou uma dinâmica completamente diferente, em que grande parte dos ativos locais foram bastante impactados pela preocupação com o aumento das taxas de juros dos títulos de longo prazo americanos, que acaba trazendo consequências para ativos de risco de países emergentes.

Esse ambiente criou uma grande dispersão em relação aos setores do Ibovespa. Setores ligados à temática de queda de juros, como varejo, consumo, construção civil e shoppings apresentaram um desempenho negativo no mês. Na contramão, setores relacionados a commodities como petróleo, mineração e celulose, apresentaram um desempenho positivo no mês e foram influenciadas positivamente pelos aumentos de preços globais das matérias-primas.

O Tenax Ações apresentou uma queda de 1,10% no mês. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em Hapvida, Vale, Copel e Vibra. Do lado negativo, os principais detratores ficaram por conta das posições compradas em XP, Grupo Soma e Grupo GPS.

Já o Tenax Total Return apresentou queda de 1,53 % no mês, contra uma valorização de 0,69% do IPCA + Yield do IMA-B. As maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em Vale, Hapvida e Brasil Foods. Do lado negativo, os principais detratores ficaram por conta das posições compradas em XP, no ETF de *Smallcaps* e Grupo Soma.

Nosso posicionamento permanece com uma concentração relevante do portfólio em teses ligadas a queda de juros, em especial Utilidades Públicas, Shoppings, Serviços Financeiros, Construção e Varejo. Devido a deterioração e piora no cenário de juros nos EUA, reduzimos de forma tática algumas teses que apresentam uma *duration* mais longa, com objetivo de proteger os portfólios dos dois mandatos. O Tenax FIA permanece com uma alocação ao redor de 95% comprado, enquanto o Tenax Total Return encontra-se com uma posição direcional comprada ao redor de 60%.

NOSSOS FUNDOS

Fundo	Cota	Mês	Ano	Desde Início**	PL do Fundo	PL da estratégia*
Tenax Macro FIC FIM	1,12176	-0,77%	11,58%	12,18%	30,3	271,5
Tenax Total Return FIC FIM	1,07783	-1,68%	-0,02%	7,78%	58,7	77,6
Tenax Ações FIC FIA	1,13153	-1,02%	4,73%	13,15%	162,5	635,1
Tenax Renda Fixa LP FI	1,02873	-0,75%	2,87%	2,87%	1,4	1,3
Tenax Icatu Macro Prev	1,02729	-	-	-	15,9	144,1

PL Total da Gestora

1129,6

ÍNDICES E BENCHMARKS

CDI	0,97%	9,93%	21,72%
IBOVESPA	0,71%	6,22%	3,03%
IPCA + YIELD IMA-B	0,69%	8,22%	18,99%

* Patrimônio da estratégia em R\$ milhões; considera respectivos fundos master.

** Início dos fundos Macro, TR e Ações: 25/02/2022 / RF: 30/06/2023 / Macro Prev: 02/02/2023.



Av. Juscelino Kubitschek, 1600 – cj 82 – Itaim Bibi
São Paulo • SP • CEP 04543-000 • +55 11 2823-2850 • www.tenax.capital

AVISOS LEGAIS

Este material é de uso exclusivo da TENAX Capital Ltda. ("TENAX"). Na hipótese de sua entrega a terceiros, é fornecida, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral. Este documento não deve ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, total ou parcialmente, sem o prévio consentimento da TENAX. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidades futuras quanto ao produto ou serviço financeiro identificado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada.

As informações presentes neste material técnico são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes e são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Não há carência de resgate e prazo de operação.

A TENAX não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A TENAX não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Todos os fundos de investimento geridos pela TENAX utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da TENAX. Para mais informações, acesse www.tenax.capital.

