

Rio de Janeiro, 18 de agosto de 2024

**“As Yogi Berra said, ‘It’s déjà vu all over again’ in certain regards.
We should have done better, and we should have learned from the lessons of the past.”**

David Walker

Prezados cotistas,

Em nossa carta de meados de 2022, fizemos referência à oportunidade de investimento existente naquela ocasião. Ressaltamos o fator que julgamos determinante para se ter sucesso no mundo de investimentos: comprar ações de empresas de qualidade quando elas estão realmente baratas, independente do que os *pundits* macroeconômicos de plantão achem sobre a direção do vento da economia e da política.

À época, o risco percebido e amplamente difundido estava relacionado à inflação, que beirava dois dígitos na maioria dos mercados centrais, e, vindo para o Brasil, aos possíveis desdobramentos da eleição que se aproximava. O impacto combinado desses eventos nos preços das empresas listadas nacionais proporcionou uma boa e não usual oportunidade de investimento. Diante de tais circunstâncias, usamos a metáfora da “boia”, à qual os investidores poderiam se agarrar em meio ao oceano revolto:

“A boia é o valuation e a qualidade do nosso portfólio. Ele está composto por um grau saudável de diversificação entre empresas com vantagens competitivas sustentáveis e perspectivas favoráveis, baseadas em hipóteses realistas, apropriado grau de ceticismo e intensa diligência. Felizmente, essa não é uma boia frágil, pois não existe melhor proteção ao investidor do que pagar preços baixos por ativos de qualidade.”

Fast forward dois anos... Afortunadamente, essa percepção tem se mostrado acertada, visto que, desde então, nossa estratégia Long-Only valorizou 45,5% e o fundo Squadra Long-Biased subiu 58,4%¹. Todavia, no primeiro semestre deste ano, presenciamos novas quedas de preços dos ativos financeiros locais e a bolsa brasileira foi um destaque negativo comparada aos demais mercados relevantes mundo afora.

Em nossa visão, estamos de volta a uma situação de valuations atrativos em empresas de qualidade. Sem dúvida, importante indicativo de retornos favoráveis à frente para aqueles que possuem horizonte compatível com o investimento em ações.

Para demonstrarmos os níveis de valuation vigentes, na construção do gráfico a seguir, utilizamos as estimativas de lucros do consenso de analistas de mercado² e, fazendo uso da foto do portfólio *long* de 30 de junho de 2024, assumimos constante essa composição³ durante todo o período que se inicia em 2018. No encerramento do último semestre, na métrica que mais tipicamente utilizamos em nossas avaliações, nosso portfólio se encontra a 10,8x *Price-to-Earnings* (P/E) projetado dos próximos 12 meses, ou 9,2% de *Earnings Yield*.

¹ Entre 30 de junho de 2022 e 30 de junho de 2024.

² O critério adotado foi o de lucro líquido ajustado, por eliminar eventuais receitas e despesas classificadas como não recorrentes.

³ As empresas do portfólio que abriram capital nesse intervalo de tempo são introduzidas a partir do seu primeiro dia de listagem. A PRIO é considerada desde o início de 2021, devido à disponibilidade limitada de projeções para os períodos anteriores.



Desta vez, sobressaem não somente os valuations atuais, que possuem indicadores parecidos a outros momentos de preços marcadamente deprimidos, como também nossa percepção de menor nível de risco em nosso portfólio. Nessa declaração, por favor, entendam risco como a possibilidade de incorrerem em perdas permanentes de capital. Para embasar essa avaliação, essencialmente subjetiva, destacamos os seguintes pontos:

- 1) Top-Down e ambiente de investimentos: A principal responsável pela melancólica performance relativa dos ativos brasileiros tem sido a dúvida que o governo atual gera sobre o equilíbrio fiscal e sobre o possível ativismo na condução da política monetária. Decerto, é sensato que participantes do mercado se mostrem preocupados com aumentos excessivos de gastos públicos em um país com o histórico inflacionário do Brasil. No entanto, quando comparado a outros momentos agudos de preços (*Global Financial Crisis*, crise econômica do final do governo Dilma Rousseff, COVID e inflação mundial sem precedentes em 40 anos), acreditamos que o cenário atual carrega consigo um menor nível de incerteza.

Em nosso exercício de compreender o contexto em que estamos e raciocinar sobre evoluções possíveis, percebemos uma desilusão disseminada com o investimento em ações no Brasil. De forma diferente de alguns dos períodos de *stress* referidos no parágrafo anterior, não há aparente pânico, nem correria para a porta de saída. Simplesmente, muitos jogaram a toalha. Pelos padrões de comportamento usuais, esse próprio sentimento de desesperança tende a caracterizar um ambiente propício para realizar bons investimentos.

- 2) Melhor conhecimento da Squadra sobre as empresas investidas: Das 14 principais posições do portfólio atual, 11 já estavam presentes em 2022. Aliás, sem considerar a Equatorial Energia, ação em que investimos há 16 anos, as demais empresas desse grupo fazem parte de nossa carteira, na média, há 3 anos e meio. Pelo nosso perfil razoavelmente concentrado e tamanho dos fundos, são companhias nas quais a Squadra possui participação relevante.

A duração e significância do envolvimento no capital dessas empresas, associadas ao crescente e aprofundado conhecimento sobre esses negócios, nos tem proporcionado cada vez mais interações construtivas com seus líderes. Nesses diálogos respeitosos, nossa postura é de buscarmos ser francos e críticos. Frequentemente, apresentamos para as administrações parte de nossas teses de investimento, enfatizando os pontos que julgamos serem vulnerabilidades dessas organizações. Em nosso modo de ver, essa é a melhor forma de agregarmos algum valor para as companhias e justificar o tempo e interesse dedicados por seus dirigentes.

Dessa maneira, por vezes, acreditamos que conseguimos contribuir com reflexões ou provocações em relação a determinados aspectos da condução desses negócios. Em pontos de divergência a priori, nem sempre nossa avaliação inicial é a mais adequada e escutar a reação dos seus gestores refina nossa análise, ao compreendermos melhor a lógica adotada pela organização.

Esse processo tem aumentado nosso *staying power* nessas companhias, ao adquirirmos uma visão mais clara sobre os principais riscos dos negócios e como pensam seus líderes.

- 3) Menor risco idiossincrático de empresas de nosso portfólio: o primordial é que a maioria das companhias em que investimos tem evoluído bem em aspectos determinantes para seu valor intrínseco, como crescimento orgânico, eficiências de custo, execução de *pricing power*, estratégia de M&A e qualificação de times de gestão. Como consequência, temos testemunhado a consolidação de vantagens competitivas duráveis e a ampliação de retornos sobre capital empregado.

Em relação a este último tópico elencado, cabe sublinhar nuances importantes.

Há dois anos, algumas companhias em nosso portfólio possuíam resultados e margens muito abaixo do que julgávamos como seu *earnings power*. Como existe a máxima que “*turnarounds seldom turn*”, o tempo poderia nos provar errados e certos negócios se revelarem com *economics* bem menos atraentes do que imaginávamos. Hoje, esses casos já viraram o ponto mais crítico da curva e se encontram em fase ascendente de seus negócios. Esse é um elemento redutor de risco de perda permanente.

Contudo, como toda moeda tem dois lados, o quadro descrito acima sugere que determinadas empresas hoje apresentam menos oportunidades de incremento de lucros. Sem dúvida, no período em que a chave vira de um *turnaround* sobre o qual havia muito ceticismo para o início de uma trajetória virtuosa, costuma-se capturar uma parcela relevante do valor criado.

Ademais, dado que as margens de lucro se expandiram, deve-se reconhecer que a boa rentabilidade atual de alguns negócios está mais vulnerável a eventuais contratemplos tipicamente enfrentados pelo mundo corporativo. Podem ser de natureza macro: desaceleração econômica, piora de inadimplência, queda de preços de commodities...; setorial: maior agressividade de competidores em busca de ganhos de participação em mercados que agora se encontram rentáveis; ou mesmo questões internas: há companhias que, ao se tornarem mais prósperas, passam a apresentar menos disciplina de execução.

Economias e indústrias ocasionalmente oscilam e as empresas sentem o impacto. Companhias de qualidade, porém, sofrem menos, adaptam-se e costumam sair fortes do outro lado.

“If a business does well, the stock eventually follows.”

Warren Buffett

Desde que definimos a “boia” como “o valuation e a qualidade do nosso portfólio”, dentre esses componentes, a qualidade até agora nos ajudou mais do que o valuation propriamente. A verdade é que não apenas nos seguramos em um portfólio que nos manteve flutuando acima da água, como ele também revelou dispor de um pequeno motor e avançou algumas milhas para chegar aos dias de hoje.

Da mesma forma que para uma ação, o sucesso de longo prazo de uma carteira está diretamente ligado ao crescimento de lucro dos negócios que a compõem. Na tabela resumida a seguir, consideramos o portfólio *long* do fim do último semestre e assumimos que o número de ações detidas de cada companhia tivesse se mantido constante desde o início de 2022. Os lucros estão normalizados pelo que a Squadra julga lançamentos contábeis extraordinários, tanto negativos como positivos, e o número de 2024 reflete a nossa melhor estimativa.

Ano	Lucros Normalizados	Variação
2022	100	
2023	125	25%
2024	152	22%

Os lucros do portfólio de empresas em que investimos caminham para um crescimento de aproximadamente 52% entre os anos-calendário de 2022 e de 2024. Admiravelmente, essa é uma variação próxima à valorização que vimos em nossa carteira *long* e ao rendimento dos fundos nos últimos dois anos.

E o valuation? Foi sim um elemento fundamental para a performance das ações, principalmente pela ótica da proteção do *downside*. Ainda que uma minoria de companhias do portfólio tenha evoluído aquém do esperado, experimentamos poucas perdas e de baixa relevância. Na comparação entre as duas datas, mesmo a conjuntura no encerramento do semestre sendo novamente de preços deprimidos e pessimismo, não observamos reduções significativas nos múltiplos de avaliação das empresas.

De resto, deve-se salientar que, embora tenhamos enfatizado o P/E do portfólio, essa métrica de valuation diz bastante coisa, mas certamente não diz tudo. Múltiplos são simplificações extremadas de fluxos de caixa descontados, assim como lucros de curto prazo são aproximações imprecisas de *earnings power* das empresas. Dessa forma, nossa abordagem é caso a caso, examinando as particularidades de cada companhia.

Como o crescimento do *bottom line* de algumas empresas foi superior ao aumento de sua capitalização de mercado, a observação simplista do P/E mostra uma contração de múltiplo, tornando o investimento supostamente “mais barato”. Contudo, há casos em que já vislumbrávamos essa melhora de resultados e, com a alta das ações, passamos a enxergar uma menor disparidade entre preço e nossa avaliação de valor intrínseco.

Ao mesmo tempo, novas oportunidades de alocação surgiram e concentramos mais o portfólio em determinados investimentos. Movimentações que fazem parte da nossa gestão ativa, que, principalmente, dimensiona o tamanho relativo de cada posição.

“Whenever Charlie and I buy common stocks (...) we look at the economic prospects of the business, the people in charge of running it, and the price we must pay. (...) When investing, we view ourselves as business analysts — not as market analysts, not as macroeconomic analysts, and not even as security analysts.”

Warren Buffett

Quando mergulhamos na microeconomia e na visão particular do portfólio, percebemos retornos implícitos atrativos, boa resiliência e prospectos favoráveis para nossos investimentos, alguns dos quais ressaltamos a seguir. Antes, um esclarecimento: os números abaixo refletem preços vigentes no fechamento do semestre e estimativas atuais da Squadra, as quais, evidentemente, podem se revelar piores (ou melhores). Por definição, o futuro é incerto.

- (i) Equatorial e Energisa são possivelmente as melhores empresas do segmento de distribuição de energia no Brasil. Além de contarem com times de gestão qualificados, suas concessões apresentam bastante crescimento e ótimos retornos marginais sobre o capital empregado. As taxas internas de retorno que enxergamos em suas ações se encontram em patamares superiores à inflação + 12% ao ano;
- (ii) Ultrapar e Vibra são líderes em distribuição de combustíveis, segmento caracterizado por vantagens competitivas relacionadas a escala e reconhecimento de marca. Considerando o montante de créditos tributários a que fazem jus, estão negociando a múltiplos inferiores a 9x seus lucros projetados. Vislumbramos uma boa probabilidade de as companhias seguirem em uma trajetória virtuosa de

expansão de retornos e geração de caixa nos próximos anos, beneficiando-se de ambientes competitivo e institucional mais favoráveis;

- (iii) Afora ter triplicado sua produção nos últimos anos, a PRIO vem reduzindo significativamente seus custos de operação, o que torna seu negócio mais defendido para lidar com variações no preço do petróleo. Nas cotações atuais, a empresa gera um *Free Cash Flow Yield* de cerca de 20%, que vem sendo reinvestido em seu pipeline de projetos para alcançar um aumento de produção superior a 50% no futuro próximo. Considerando seu balanço desalavancado, histórico de alocação de capital e o tamanho do setor de óleo e gás no país, a companhia tem as fortalezas para seguir gerando valor também inorganicamente;
- (iv) Brasil, celeiro do mundo. A ferrovia da Rumo é um ativo único e irreplicável, fundamental para escoar a crescente produção do agronegócio do Centro-Oeste. A empresa, que negocia a 14x sua geração de caixa normalizada, tem oportunidade de investir na expansão de seu sistema de modo a obter elevações concomitantes de volumes e preços nos próximos anos, resultando em incrementos importantes de lucro;
- (v) Enquanto há uma tradição de se comprar imóveis para alugar a rendimentos anuais entre 4 e 6% (antes de impostos) e muitos têm optado por Fundos Imobiliários em busca de dividendos (inflados, em alguns casos), os melhores shoppings do país estão na bolsa de valores a mais de 8% de *Free Cash Flow Yield*. Além disso, a Multiplan vem ampliando suas vantagens competitivas e gerando valor para seus acionistas, ao investir na expansão de seus ativos dominantes e fazer recompras de suas ações aos preços atuais.

Podem estar assegurados que a lista acima não se propõe a ser exaustiva e ainda guardamos algumas histórias especiais para falarmos nas próximas seções da carta.

Continuamos antevendo as companhias em que investimos saudáveis à frente, com ampliação de vantagens competitivas duráveis. Ainda que algumas venham a enfrentar percalços, como ocasionalmente ocorrem, acreditamos que, em uma ótica de portfólio, seguidamente estabelecerão novos recordes de lucro em horizontes alongados.

Nossa Performance

Ano	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,4%	-37,5%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
2019	35,5%	45,7%	31,6%	33,4%	9,6%
2020	12,2%	5,1%	2,9%	3,5%	7,9%
2021	-8,6%	-14,6%	-11,9%	-11,2%	14,5%
2022	10,4%	-4,6%	4,7%	4,0%	11,4%
2023	40,8%	39,8%	22,3%	21,3%	10,9%
2024-1S	-5,2%	-8,0%	-7,7%	-7,2%	5,5%
Desde o início	1.019,2%	829,4%	103,2%	160,9%	498,6%
Anualizado	16,0%	14,7%	4,5%	6,1%	11,6%
Últimos 60 meses	77,5%	34,4%	22,7%	24,2%	68,4%
Anualizado	12,1%	6,1%	4,2%	4,4%	11,0%

* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Em 2023, o fundo Squadra Long-Biased (LB) subiu 40,8%, enquanto o Squadra Long-Only (LO) valorizou 39,8%. O *benchmark* da estratégia Long-Biased foi positivo em 10,9% e o Ibovespa, principal índice de bolsa do Brasil, apresentou alta de 22,3%. No primeiro semestre de 2024, os fundos Long-Biased e Long-Only desvalorizaram 5,2% e 8,0%, respectivamente. O *benchmark* do LB subiu 5,5%, enquanto o Ibovespa caiu 7,7%.

Nos últimos cinco anos, o Squadra LB teve um retorno acumulado de 77,5%, performance superior aos 68,4% do IPCA+X%⁴, e o Squadra LO, de 34,4%, em comparação aos 22,7% do Ibovespa.

Em 2023, as valorizações foram bastante difundidas em nossa carteira *long* e o principal ponto de destaque foi a quase inexistência de perdas no ano. Esse desempenho praticamente ilibado em um ano-calendário, dado um portfólio com *mark-to-market*, é raro de acontecer, como já nos lembraram as quedas vistas no primeiro semestre de 2024.

Como fator que explica a performance moderadamente superior do fundo Long-Biased em relação ao Long-Only no último ano e meio, houve uma contribuição positiva do nosso portfólio *short*. Tal ganho foi majoritariamente concentrado em alguns investimentos no setor de varejo.

⁴ IPCA+X% a.a., sendo o fator X definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator X era fixo em 6% ao ano. O fator X foi definido em 6,0% em 2023 e 5,7% em 2024.

No decorrer do último semestre, com a queda verificada nos preços de mercado, gradualmente reduzimos o número e tamanho dos investimentos *short* e aumentamos as alocações *long* da estratégia Long-Biased. Em virtude dessas movimentações, a composição dos dois fundos se encontra muito assemelhada.

“But there’s sure to be another cycle, another bubble and another crisis. There’ll be another time when people overpay for exciting investment ideas because their future appears limitless, and then a time of disillusionment and price collapse. There’ll be another period when leverage is embraced to excess, and then, consequently, a period when it gets people killed. And there’ll certainly be another time when people can only imagine the possibility of gain, and then one when – after huge sums have been lost – they can think only of further declines.”

Howard Marks – Memo “Déjà vu All Over Again”

No ambiente atual, percebe-se uma grande desilusão em relação ao investimento em negócios e ações no Brasil. Alguns *headlines* recentes podem servir como exemplos:

“Como é que alguém investe no Brasil?” Marcos Lisboa; Brazil Journal (26/maio/2024)

“O Brasil não está mais no radar.” Fernando Meira, CEO do Pinheiro Neto; Brazil Journal (13/junho/2024)

Correndo o risco de soarmos exagerados, até porque não houve qualquer capa pitoresca de revista, ou mesmo ingênuos, dado o histórico do Brasil nas décadas de 80 e 90, temos visto a difusão de uma narrativa de “Death of (Brazilian) Equities”. Sem dúvidas, uma versão mais branda do que a original, mas que vale percorrermos.

Em 13 de agosto de 1979, a revista americana BusinessWeek fez uma reportagem de capa com o título de “The Death of Equities”. O título da matéria não era apenas um chamariz para vender mais revistas. Em seu conteúdo, as conclusões eram de fato contundentes: *“Further, this ‘death of equity’ can no longer be seen as something a stock market rally—however strong—will check. It has persisted for more than 10 years through market rallies, business cycles, recession, recoveries, and booms. (...) For better or worse, then, the U.S. economy probably has to regard the death of equities as a near-permanent condition—reversible some day, but not soon.”*

A reportagem ficou eternizada como um marco do fim de uma década perdida para *equities* e o começo do maior *bull market* da história, com 20 anos de duração. Virou um ícone entre estudiosos de padrões comportamentais nos mercados financeiros e *contrarians*.

O Brasil também teve a sua versão “duplo twist carpado... invertido”. Trinta anos depois, em 12 de novembro de 2009, a revista inglesa The Economist colocou o Cristo Redentor decolando como um foguete em sua capa. O título: “Brazil takes off”. Ato contínuo, a icônica capa marcou o fim de uma década de ouro para o investidor brasileiro, principalmente aquele do mercado acionário.

Nos 10 anos que precedem a capa da Economist, o IBrX⁵, índice composto pelas 100 empresas de maior representatividade da bolsa brasileira, subiu 23,4% a.a., bastante acima dos 16,2% a.a. do CDI e do IPCA

⁵ Nesse histórico, optamos por utilizar o IBrX 100 (“IBrX”), pois o índice Ibovespa possuía uma lógica de composição que constantemente causava distorções, ao ser ponderado com base em liquidez e não no valor de mercado das ações em circulação. Em janelas longas, a diferença de desempenho entre os dois referenciais foi significativa e favorável ao IBrX. A partir do ano de 2014, a metodologia de composição do Ibovespa foi alterada justamente para aproximar sua lógica de composição daquela do IBrX – desde então, o desempenho ano a ano dos dois índices é bastante similar, como se pode constatar na tabela que abre a seção “Nossa Performance”.

anualizado de 6,8% no período. Não obstante a inflação sistematicamente mais alta do que a verificada nos Estados Unidos, o real se valorizou 11% contra o dólar naquela década. O investidor estrangeiro que colocou USD 100 no IBrX em 12 de novembro de 1999 multiplicou por mais de 9x seu dinheiro e tinha USD 913 quando recebeu o Cristo em forma de foguete em sua caixa de correio.

O poupador que aplicou no S&P 500 teve (muito) pior sorte nesse período, com o índice, incluindo os dividendos reinvestidos, apresentando uma perda nominal acumulada de -6,8% em 10 anos. Com base naquele histórico, procurar retorno e crescimento em mercados emergentes, e no Brasil em particular, era o desejo de muitos.

“Performance passada não é garantia de performance futura”. Esse talvez seja o *disclaimer* mais comum da indústria de fundos. Aparentemente, essa frase também seria útil em capas de revistas de negócios. Às vezes, as pessoas sucumbem à extrapolação de um passado que parece longo o suficiente para representar o jeito que as coisas “são”, o “novo normal”. Entretanto, no mundo de investimentos, evidentemente, não é tão fácil assim.

Voltando ao momento atual, a desilusão e desesperança em relação ao investimento em ações no Brasil podem ser sumarizadas pelos pontos abaixo. Propositamente, carregamos na ênfase, de modo a facilitar a linha de raciocínio.

- (i) Os retornos em ações brasileiras foram horríveis mesmo considerando períodos muito longos. Desde aquela fatídica capa de revista, passaram-se 15 anos em que o retorno anualizado do Ibovespa foi de 4,6% e do IBrX, de 6,6%⁶. Essas taxas são muito próximas à inflação do período (5,9% a.a.), o que significa que não houve qualquer ganho em termos reais;
- (ii) No mesmo período de 15 anos, o CDI rendeu 9,3% anualizado e o IMA-B 5+, índice composto pelos títulos de dívida do governo de longo prazo e atrelados à inflação, subiu 11,8% a.a.;
- (iii) Como se constata por (i) e (ii), o *Equity Risk Premium* no Brasil é negativo. A pessoa investe em ações para perder dinheiro. Escolhe correr risco maior para obter um retorno menor;
- (iv) Com um juro nominal de dois dígitos até onde a vista alcança e um juro real acima de 6%, por que alguém vai querer ter ações no Brasil?
- (v) Melhor aplicar em fundos de crédito, que têm menos volatilidade, mais liquidez e rendem acima do CDI;
- (vi) Se quiser ter uma parcela do portfólio em ações, faz mais sentido simplesmente investir lá fora. Comprar ações no exterior está cada vez mais acessível e, assim, consegue-se capturar o valor gerado pelas grandes empresas de tecnologia;
- (vii) No Brasil, não existe crescimento e nem geração de valor significativa. Não há como as empresas e a classe de ações performarem bem no longo prazo;
- (viii) Não vai ter fluxo de compra do investidor estrangeiro. Até o capital de longo prazo jogou a toalha, cansado de vários anos de *underperformance*, ou mesmo retornos negativos, em moeda forte. Quem resolve comprar ações por aqui ainda perde no câmbio, que todo ano desvaloriza. Dado o fraco desempenho relativo, as alocações no Brasil viraram aquela parcela irrisória dos portfólios de investidores globais, similar à de um *frontier market*. *Why bother?*
- (ix) Há um fluxo de resgate sem fim nos fundos de ações e multimercados locais. O investidor que entrou no mercado no último *boom* de 2019 a 2021 ficou muito machucado;
- (x) Pelos fatores acima, a bolsa pode estar barata baseada em múltiplos históricos, mas faz sentido seguir assim. O Brasil sempre se revela um “*value trap*”.

Nossa pretensão está bem longe de buscar enfrentar todos os pontos elencados. Alguns deles são meras constatações de fatos do passado ou da realidade atual. Outros falam de classes de ativos que provavelmente fazem sentido dentro de portfólios pessoais razoavelmente diversificados. De toda a argumentação descrita, não deve

⁶ Entre 12 de novembro de 2009 e 30 de junho de 2024.

causar estranhamento que nossa maior discordância seja em relação à afirmação de que “no Brasil, não existe crescimento e nem geração de valor significativa. Não há como as empresas e a classe de ações performarem bem no longo prazo.”

Na sequência desta carta, vamos passar brevemente por algumas histórias que o sistema capitalista, em uma economia do tamanho da brasileira, é capaz de produzir. Os cotistas da Squadra devem ser agradecidos a algumas delas.

Começemos por um comentário sobre índices acionários, com uma constatação de que o passado recente talvez tenha sido um pouco mais positivo do que eles fazem parecer e as consequências para nosso investimento em uma (magnífica) companhia.

No mercado americano, vem sendo amplamente debatida a concentração que um subconjunto de ações adquiriu em um referencial de 500 companhias (S&P 500). Não são empresas quaisquer, é bem verdade. São as grandes plataformas que existem no mundo, *tech companies* com negócios fantásticos e escaláveis. Nos EUA, muito do bom desempenho do mercado acionário é explicado pelo incrível sucesso empresarial e valorização das “*Magnificent 7*”.

E no Brasil? E se a performance da classe de ações estivesse concentrada em poucas empresas de tecnologia? Em negócios digitais, com crescimento exponencial e que estivessem se tornando líderes em setores gigantes da economia?

Certamente, não é isso que observamos no Ibovespa.

Pois bem. Mercado Livre e Nubank têm sido histórias empresariais fantásticas na última década e marcadamente nos anos mais recentes. Essas companhias possuem a maior parte de seus negócios no Brasil e podem ser compradas em bolsas de valores.

No entanto, essas ações não estão no Ibovespa. A razão é simples. Como o nome faz referência, o índice é composto apenas por ações originalmente listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3), ao passo que MELI e NU são vinculados a bolsas americanas. E se estivessem? Como teria sido a performance nos últimos anos?

Para a composição do referencial “Ibovespa + Listadas nos EUA”, foram acrescentadas as empresas com liquidez acionária suficiente para atenderem aos critérios do índice, listadas em bolsa americanas, porém com a maior parte de seus negócios no Brasil: Mercado Livre, Nu, XP, Stone, PagSeguro e Inter. A tabela abaixo impressiona em alguma medida.

Período	Ibovespa + Listadas nos EUA	Ibovespa	IMA-B 5+	CDI
jul/22-jun/24	44,2%	25,7%	14,7%	26,8%
Anualizado	20,1%	12,2%	7,1%	12,6%

O “Ibovespa + Listadas nos EUA” subiu 44,2% nos últimos dois anos. Significativamente acima do Ibovespa, dos juros de longo prazo (IMA-B 5+) e do CDI. Pelo valor de mercado de suas ações em circulação (*free float*) no último fechamento de semestre, MELI (16% de peso) e NU (7% de peso) são relevantes na composição do índice estendido e explicam a vasta maioria do melhor desempenho observado. *Habemus “Magnificent 2”*.

Embora a apreciação das ações das empresas brasileiras listadas no exterior não esteja capturada no Ibovespa, há de se reconhecer que parte das consequências de seu êxito empresarial está refletida diretamente no índice. Nesse caso, como um detrator de performance.

Tomando o caso do setor bancário como exemplo, vamos usar alguns números arredondados e aproximados para ilustrar o raciocínio. Em meados de 2022, havia uma expectativa de que o lucro do Bradesco seria em torno de R\$ 28 bilhões para aquele ano fechado. Passados dois anos, em parte devido ao aumento da competição com os bancos digitais, dentre outras razões, verificou-se uma queda na rentabilidade do banco, e analistas de mercado esperam um resultado da ordem de R\$ 19 bilhões em 2024. No mesmo intervalo, o Nubank passou de um *bottom line* esperado próximo de zero para cerca de R\$ 11 bilhões. Observe que o resultado líquido somado dessas duas importantes companhias pouco se alterou, passando de R\$ 28 bilhões (28 + 0) em 2022 para R\$ 30 bilhões (19 + 11) em 2024 – elevação que corresponde praticamente à inflação do período. A queda no lucro do Bradesco foi capturada pelo Ibovespa, enquanto o ganho exponencial do Nubank não foi computado.

O exemplo acima está longe de ser único. Com um modelo de marketplace horizontal e contínua expansão de categorias de produto, o Mercado Livre tem comprimido os preços e a rentabilidade de muitas companhias de varejo. Enquanto o consumidor se beneficia tremendamente, o crescimento acelerado de um competidor tão qualificado tem sido penoso para os acionistas de diversos varejistas, alguns dos quais são listados em bolsa. Agravando o quadro, a concorrência de bancos digitais, como Nubank e Mercado Pago, também pressiona os negócios daqueles que possuem uma financeira integrada em suas operações.

Além da consequência direta nos lucros, as perspectivas sobre crescimento, perenidade e retornos sobre capital investido são diminuídas, causando um impacto justificado nos múltiplos que certas ações negociam. Gráficos de estrategistas têm destacado o múltiplo extremamente baixo do Ibovespa, quando comparado a parâmetros históricos. Entretanto, MELI e NU, que estão entre as cinco maiores empresas em valor de mercado, não estão contempladas nessa avaliação.

Análises que se debruçassem sobre o índice estendido (“Ibovespa + Listadas nos EUA”) seriam mais representativas da realidade do mercado acionário brasileiro. Elas mostrariam que os múltiplos atuais são efetivamente baixos em relação a médias históricas, porém não tão deprimidos. Apontariam também um melhor desempenho corporativo agregado. Voltando ao caso da indústria financeira, para os que ficaram com a impressão de que, no país, não há crescimento e só existe o “rouba-monte” exemplificado anteriormente, o somatório dos lucros do setor aumentou bastante nos últimos dois anos.

O contexto acima fez os formuladores dos índices se movimentarem. Neste mês de agosto, a B3 criou o “Ibovespa B3 BR+”, e as companhias listadas no exterior serão incluídas no MSCI Brazil. O MELI, entretanto, seguiu de fora. Iniciado em Buenos Aires, por fundadores argentinos e um brasileiro, incorporado em Delaware, com contabilidade em dólar, *headquarters* no Uruguai e a maior parte de seus funcionários, receitas e resultados no Brasil, coube ao MSCI bater o martelo e classificá-lo como pertencente à Argentina. Na Squadra, tendo o benefício de poder considerar caso a caso sem amarras metodológicas, acompanhamos e investimos no Mercado Livre há anos.

Em meados de 2022, no contexto de uma queda generalizada dos mercados acionários, escrevemos aos senhores que uma das principais movimentações em nosso portfólio havia sido o incremento na posição de MELI. Desde então, a empresa esteve entre as maiores alocações da carteira, tendo sido inclusive tema de uma seção em nossa última comunicação, e representou a maior contribuição positiva para o desempenho dos fundos.

Na Squadra, em que há tempos acreditamos que o negócio de plataforma do Mercado Livre andaria na direção do “*winner takes all*”, apesar dos excepcionais resultados apresentados, nossa revisão para cima do valor intrínseco da companhia não foi na mesma magnitude do que subiu o preço de suas ações. Com isso, o investimento atualmente possui uma participação média dentro de nosso portfólio, por apresentar um risco-retorno menos destacado em relação a outras posições detidas pelos fundos.

Sobre Nubank, seu gestor inegavelmente deixou passar. Felizmente para o cotista da Squadra, o NU não foi o único caso de empreendedorismo e criação de valor de banco digital no mercado acionário brasileiro. Essa história merece ser contada.

Era março de 2018. Até hoje, não está muito clara a razão pela qual entramos naquele avião para Belo Horizonte. Conhecer um banco de médio porte que queria fazer IPO... Essa era uma frase para colocar o investidor diligente de cabelo em pé.

Participar de IPO, por si só, já deveria vir com uma placa avisando: Cuidado! E a observação histórica ainda recomendava dobrar a cautela. Nos idos de 2007, nove bancos médios haviam estreado na Bolsa de Valores de São Paulo. Qualificar o resultado do investidor comum nessas ofertas como desastroso não seria exagero.

Finalmente, era amplamente sabido que os diferenciais competitivos dos grandes bancos brasileiros eram pautados nas suas vantagens de escala, reputação das marcas e, principalmente, força de sua rede de agências e canais de distribuição. Os demais bancos, sem essas fortalezas, estavam permanentemente condenados a negócios e retornos medíocres. Nós também pensávamos assim.

No entanto, entramos naquele avião. Na realidade, comumente nós vamos. O contato com novas companhias e empreendedores, em geral, aumenta nosso entendimento sobre o mundo corporativo. Mais importante, há sim os esporádicos casos em que conhecemos empresários líderes de excelentes negócios e que reconhecem a Squadra como um acionista apropriado para participar daquele passo de evolução. Quando avaliamos que os termos oferecidos na captação de recursos fazem sentido para nossos cotistas, a equação se completa e decidimos seguir adiante.

Ao pousarmos em BH, nós não sabíamos que essa combinação incomum, porém valiosa, estava prestes a acontecer. Nosso táxi tinha como destino a sede do Banco Inter.

“Counter-positioning is a framework in which a new entrant establishes a business model that incumbents find difficult to replicate or respond to without incurring significant financial or operational costs. The established players typically enjoy multiple advantages, like brand recognition, economies of scale, and customer loyalty. However, by creating a model that's radically different and superior in some ways, the newcomer can turn these very strengths into weaknesses. It's a strategy that has reshaped industries and created new market leaders.”

Adaptado de www.alphanome.ai/post/understanding-counter-positioning-for-investors

Mesmo com o ceticismo que o enunciado inicialmente inspirava, desde a primeira interação, nós certamente gostamos do negócio e das pessoas. Atrair uma vultosa quantidade de clientes sem dispor de uma rede de agências era uma grande novidade. Mais ainda, surpreendeu-nos constatar que consumidores realmente adoravam um banco(!), a ponto de se tornarem promotores da marca em redes sociais, além de confiarem seus depósitos. O modelo nos parecia poderoso. Um grande “Tarifômetro” na entrada da sede evidenciava o apelo da proposta de valor para os clientes, ao mostrar o quanto eles já haviam economizado em tarifas bancárias por terem optado pelo Inter. Ser digital e escalável significava uma vantagem relevante de custos.

Naquele contexto, o Banco Inter precisava de investidores-âncora para a sua abertura de capital. Auxiliando nossa decisão pelo investimento, nos valíamos de uma matemática simples. Com uma avaliação de apenas R\$ 1 bilhão de prêmio sobre seu valor patrimonial, nos tornaríamos sócios de um entrante digital excepcionalmente promissor para irmos atrás dos muitos bilhões de um dos maiores *profit pools* e valores de mercado da economia brasileira. Além disso, por se tratar de um investimento com características de estágio mais inicial e menos comprovado do que era usual em bolsa de valores na época, chegou-se a um formato com um complemento de opções de ações como parte da ancoragem.

Em seu início de trajetória como companhia aberta, o Inter obteve um êxito muito maior do que poderíamos sonhar em sua capacidade de atrair clientes e inovar em produtos. O sucesso alcançado surpreendia a todos, impulsionando a valorização de suas ações. Em um espaço de menos de 2 anos, entre o IPO e o fim de 2019, as ações do Inter multiplicaram por cerca de 5x. Os fundos da Squadra se beneficiaram tremendamente dessa valorização. Em contrapartida, nos vimos compelidos a reduzir gradativamente nossa alocação no investimento, em virtude de uma relação risco-retorno menos propícia.

“You’re looking for a mispriced gamble. That’s what investing is. And you have to know enough to know whether the gamble is mispriced. That’s value investing.”

Charlie Munger

Com a chegada da pandemia, a história das ações do Inter em bolsa se tornou uma acentuada montanha-russa em meio aos ciclos de *bust*, *boom*, *bust* que ocorreram. Na Squadra, mantivemos a todo momento nossa admiração pelos fundamentos do negócio que a gestão da companhia estava construindo. Por outro lado, além de considerações sobre o preço da ação, ao longo do tempo, surgiram dúvidas sobre o foco e controles da organização, além de divergências relacionadas a determinados movimentos de alocação de capital. Durante esse período, nossa posição em Inter oscilou entre investimentos de menor relevância e mesmo momentos em que priorizamos outras alternativas de alocação. Era este o caso no final do ano de 2022, quando nossos fundos não detinham ações da companhia.

Naquela conjuntura, após anos sem apresentar retornos sobre capital investido, havia uma série de questionamentos por parte de analistas de mercado sobre a viabilidade econômica do modelo de negócio do Inter. Ainda no mês de janeiro de 2023, em seu *Investor Day*, a empresa lançou um audacioso objetivo de atingir um ROE (*Return on Equity*) de 30% no médio prazo. O ceticismo em relação às metas do plano foi geral.

Nós também estávamos relutantes. Como os lucros reportados vinham sendo ao redor de zero, a despeito de a companhia dispor de um excesso de capital rendendo juros, nossa avaliação era que o resultado da operação bancária se encontrava em território negativo.

Contudo, havia a perspectiva do “*déjà vu all over again*”. Enquanto, em um processo organizado de IPO, tivemos a felicidade de nos tornarmos acionistas do Inter pagando um pequeno prêmio sobre o patrimônio líquido contábil, desta vez, era *Mr. Market* que nos oferecia uma oportunidade de investimento: as ações estavam negociando em bolsa com um grande desconto em relação ao seu valor patrimonial.

Chamava-nos especialmente a atenção que, quando a maré baixou, muitos competidores na antes efervescente arena de *fintechs* ficaram pelo caminho, e o Inter se consolidou como o segundo principal banco digital do país. Indicadores como o crescimento do volume transacionado e dos depósitos à vista evidenciavam que o apelo da proposta de valor para o cliente estava preservado.

Mais importante, víamos uma liderança, que conhecíamos há 5 anos, apontando o barco na direção que julgávamos correta e já era possível constatar que alavancas fundamentais estavam sendo acionadas. Após anos cobrando juros de empréstimos em patamares baixos, que não remuneravam o capital alocado, as taxas publicadas no site do Banco Central evidenciavam que o Inter vinha reprecificando suas carteiras de crédito.

Diante desse cenário, nossa equipe mergulhou em um processo de análise minucioso, acompanhado por interações com a companhia explicando o racional de nossas contas. Nossa abordagem foi: verificar se os retornos marginais eram suficientemente bons produto a produto. Se cada parte do negócio individualmente se mostrasse com uma rentabilidade satisfatória, certamente a figura do todo seria auspiciosa.

Em nossa apuração, um dos receios era a existência de despesas “sem dono” que diluíssem o retorno do consolidado. Em bancos, é comum encontrarmos uma estrutura administrativa fixa que precisa ser paga por linhas de negócio. No entanto, essa preocupação foi sendo dirimida com a excepcional redução de custos executada pela gestão da companhia.

Após aquele escrutínio investigativo, concluímos que o ROE das novas concessões de crédito já estava razoavelmente superior ao custo de capital do banco. Caso o Inter mantivesse a disciplina vigente, haveria um componente matemático “contratado” de melhora no tempo. Os *economics* da originação se converteriam em *economics* da carteira de crédito. Nós nos deparávamos, então, com um investimento com muita margem de segurança e um ROE potencial que justificava um valor intrínseco de múltiplas vezes o preço em que a ação negociava à época.

Conquistada essa confiança, voltamos a investir no Inter. A convicção na análise nos municiou do *staying power* necessário para construir uma posição significativa dentro de nosso portfólio. Enquanto mesmo os poucos comentários positivos de analistas que defendiam o investimento ressaltavam suas características de *value* e miravam uma valorização da ação até atingir 1,0x P/BV (*Price-to-Book Value*), nossa avaliação apontava para uma trajetória mais duradoura e a materialização do valor que, desde muito tempo, acreditávamos que o negócio poderia gerar.

Na Squadra, como investidores do Inter, enxergamos a empresa hoje, sob vários aspectos, em sua melhor constituição desde o IPO. Lidamos com o desafio constante da grande amplitude de estimativas de valor intrínseco que esse modelo de negócio formidável pode ter, sobretudo por estar inserido em um mercado enorme e em franca transformação como o setor financeiro brasileiro. Após uma contribuição importante para a performance dos fundos ao longo do último ano, trata-se atualmente de uma posição representativa em nosso portfólio, porém menor do que era há poucos meses.

Para nossos cotistas, saibam que podem estar orgulhosos por terem feito sua contribuição ao capitalismo nacional, provendo recursos para essa companhia que está entre as mais centradas em seus clientes e inovadoras em que já investimos. Uma das mais incríveis histórias de empreendedorismo brasileiro na última década, o Inter tem gerado benefícios de redução de custos bancários e maior acesso para milhões de consumidores. Assim como nós, nossos cotistas e suas poupanças devem ser sinceramente agradecidos a João Vitor Menin, Rubens Menin, Alexandre Riccio e todo time que vem construindo o Inter.

Equatorial – 20 anos

“You know, the game in our kind of life is being able to recognize a good idea when you rarely get it or when it rarely is presented to you. And I think that’s something you have to prepare for over a long period. What is the old saying? That opportunity comes to the prepared mind. And I don’t think you can teach people in two minutes how to have a prepared mind. But that’s the game.”

Charlie Munger

Em abril de 2024, a Equatorial Energia completou 20 anos de existência. A companhia já foi tema de algumas cartas anteriores, mas, pela importância do marco e por ser, de longe, a melhor história de investimento para o cotista da Squadra, decidimos repassar um pouco desta que tem sido uma das trajetórias empresariais brasileiras de maior sucesso. Em sua criação, a Equatorial estava restrita ao setor de distribuição de eletricidade no estado do Maranhão, atendendo 5,9 milhões de clientes em 3,9% do território nacional, por meio de sua controlada Cemar. Hoje, está presente do Oiapoque ao Chuí através de 7 distribuidoras, 7 linhas de transmissão, 14 ativos de geração, 1 concessão de saneamento e, com a posição de acionista de referência na Sabesp, passará a servir mais de 60 milhões de clientes em aproximadamente 35% do território nacional.

Sempre lembramos da sorte que tivemos ao conseguir conhecer a companhia no Maranhão ainda em 2006, antes de seu IPO, e presenciar a revolução de gestão que Octávio Lopes, Carlos Piani, Firmino Sampaio, Augusto Miranda e equipe estavam implementando naquela distribuidora de energia de pequeno porte. Após essa visita, parte do time atual da Squadra, que à época integrava o quadro de outra gestora de recursos, investiu na abertura de capital da empresa. A primeira compra de ações para os fundos da Squadra ocorreu em setembro de 2008, no auge da crise financeira global, e, desde então, sempre fomos acionistas da companhia, aumentando nosso investimento em alguns momentos-chave de sua história.

Idealizada para replicar o modelo de *turnaround* em eventuais privatizações de distribuidoras estatais, a Equatorial só viu sua atividade de alocação de capital florescer, contraintuitivamente, a partir de um desinvestimento: a venda de sua participação minoritária na Light para a Cemig. A operação foi formatada para que os recursos provenientes da transação fossem destinados diretamente aos acionistas e, para tal, haveria o *spin-off* daquela participação na Light.

Na sequência daquele fato relevante no último dia útil de 2009, a companhia deixou de ser uma posição mediana nos fundos para se tornar nossa maior alocação. Liberada de um ativo complexo, sobre o qual não tinha suficiente ingerência, sobrava uma formidável companhia, negociando a um valuation implícito muito barato. Àquela altura, ter testemunhado vários anos da impressionante gestão sendo feita no Maranhão certamente contribuía para nossa confiança.

Após os trâmites burocráticos, em 25 de agosto de 2010, a Equatorial *stand-alone* tem seu primeiro dia de negociação segregada da participação previamente detida na Light. A mágica estava para acontecer. Desde aquela data até o fechamento do último semestre, as ações da Equatorial renderam um retorno composto de 24,6% ao ano: quem comprou R\$ 1.000 e reinvestiu os dividendos recebidos desde então possui atualmente mais de R\$ 20.900.

Acreditamos que, felizmente, essa história admirável ainda está em curso. Atualmente, nosso investimento em Equatorial é a maior posição dos fundos e enxergamos um retorno prospectivo bastante atrativo, que foi potencializado após a recente conquista da posição de acionista de referência na Sabesp.

Quando voltamos no tempo e analisamos os blocos de geração de valor da Equatorial que contribuíram para o retorno composto da ação ao longo do tempo, é inegável que a série de alocações de capital inorgânicas desempenhou um papel fundamental nesse processo.

Prezados cotistas, observem a diversidade de contrapartes e a quantidade de oportunidades que se apresentaram:

- 2012: aquisição da Celpa (distribuidora do Pará), através de recuperação judicial pedida pelo Grupo Rede;
- 2016: vitória em leilões do governo federal para a construção de 8 linhas de transmissão;
- 2017/18: compra da transmissora Intesa, pertencente a um fundo de private equity e à Eletrobras;
- 2018: aquisições da Cepisa (Piauí) e Ceal (Alagoas) – leilões de privatização das distribuidoras da Eletrobras;
- 2021: aquisições da CEEE-D e CEA – leilões de privatização dos estados do Rio Grande do Sul e Amapá;
- 2021: vitória no leilão da Companhia de Saneamento do Amapá – entrada no segmento;
- 2022: compra da Echoenergia, pertencente a um fundo de private equity – entrada em geração de renováveis;
- 2022: aquisição da Celg (Goiás), controlada pela Enel, multinacional italiana;
- 2024: venda da Intesa e de uma linha de transmissão para o CDPQ, fundo de pensão canadense;
- 2024: conquista da posição de acionista de referência da Sabesp, através de leilão de privatização.

“In the business world, the rear-view mirror is always cleaner than the windshield.”

Warren Buffett

Retroagindo nossa estimativa atual de valor por ação da companhia para 2010, percebemos que nosso preço-alvo para a ação deveria ter sido em torno de 4 vezes a cotação da data em que a Equatorial se viu apartada de sua participação na Light. Alguém já viu um analista projetar um *upside* de 300% para uma ação? Pois é. De acordo com nosso modelo da época, nosso *upside* era de 30%.

Nesse exercício de volta ao passado, é interessante notar que, isolando-se somente os valores atribuídos à Cemar hoje e à época, nosso “erro” foi pouco relevante. Isso também vale para a Celpa *vis-à-vis* o que estimávamos logo após sua aquisição, em 2012. Por acreditarmos na cultura da companhia, nossa modelagem considerava que os retornos sobre capital empregado da companhia seriam continuamente superiores aos de seus competidores e *benchmarks* regulatórios, o que de fato aconteceu.

Contudo, o DNA de M&A da Equatorial, o considerável crescimento orgânico de suas concessões e a capacidade única de gestão transformaram, ao longo do tempo, a tarefa de atribuição de valor para as ações EQTL3 em uma atividade desmoralizante para os analistas do setor, inclusive dentro da Squadra.

Em abril de 2015, na primeira assembleia geral após a saída do antigo acionista de referência da empresa⁷, foi eleita uma nova chapa para o conselho de administração, com a entrada de um sócio da Squadra em sua composição. A partir daquele momento, uma das principais mudanças promovidas foi um redesenho da estrutura da holding. Augusto Miranda, então CEO da subsidiária do Maranhão, foi promovido a CEO da Equatorial e a nova organização foi concebida tendo como um dos objetivos o aumento do foco nas oportunidades de aquisições.

Como acionistas de referência e cientes da robustez da cultura de gestão, focamos nossas energias na alocação de capital, com a participação em comitês ligados às atividades de M&A. O potencial “exportador” do maior ativo da companhia – a capacidade única de recuperar ativos complexos – passou a ser intensamente incentivado, levando-se em conta obviamente a equação risco-retorno.

Desde 2017, essa governança ganhou mais força com a vinda de outros dois acionistas relevantes e de longo prazo para o Conselho. No geral, a companhia possui, até o momento, um *track record* invejável de investimentos inorgânicos. Todavia, como é normal nesse tipo de atividade de maior risco, nem sempre os fatos

⁷ O fundo de private equity PCP Latin American Fund começou a desinvestir em 2012 e vendeu seu último lote em 2015.

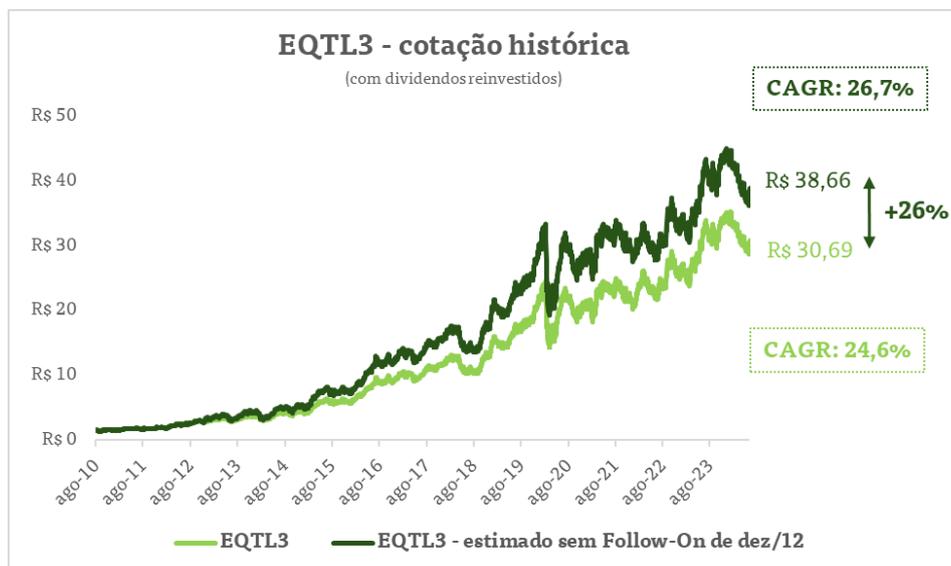
transcorrem de acordo com o planejado. No caso da Echoenergia, empresa de geração de energia renovável, hoje está claro que o preço pago foi alto demais.

Há um ditado repleto de bom senso, que diz: *“Hindsight can make geniuses of us all.”* E cabe a nós, enquanto participantes do Conselho, aprender com erros a fim de evitá-los no futuro. No caso dos 20 anos de Equatorial, curiosamente, o maior equívoco de alocação de capital, na nossa visão, foi a oferta primária feita pouco tempo após a aquisição da Celpa...

Em setembro de 2012, a Equatorial Energia fechou contrato para a compra da distribuidora paraense de energia Celpa. Em dezembro do mesmo ano, para financiar a aquisição, captou R\$ 1,2 bilhão para seus cofres, através de um *follow-on*. À época, o fundo de private equity investidor da empresa também vendeu parte de sua posição em uma tranche secundária. O problema: a empresa ainda era uma *small cap* e o montante captado era muito vultoso em comparação à sua capitalização de mercado. O agravante: a geração de valor com a aquisição da Celpa foi extremamente significativa e o preço das ações EQTL3 não refletia, nem de longe, o novo valor intrínseco da companhia. O resultado: como a diluição foi relevante – o número de ações aumentou em 69% – e a preços baixos, o valor deixado na mesa para aqueles acionistas que não acompanharam a oferta foi substancial.

With the benefit of hindsight, a captação de recursos se mostrou provavelmente desnecessária. Com a rápida melhora dos resultados da Celpa, a Equatorial ficou desalavancada. Caso não tivesse feito a oferta primária, a alavancagem combinada ao fim do ano de 2013 seria de 3,7x dívida líquida / EBITDA, caindo para 2,6x em 2014 com a evolução do *turnaround*. Administrável, dadas as características do negócio.

Como a aquisição da Celpa foi o início do processo de criação de valor na história da Equatorial, a diluição de partida faz uma diferença expressiva na performance das ações. Simulamos abaixo a série histórica de preços da EQTL3 caso não tivesse sido feita a oferta primária em 2012.



Como podemos ver no gráfico acima, excluindo-se a emissão de 2012, o preço de EQTL3 no fechamento deste primeiro semestre seria de R\$ 38,66 por ação, e não R\$ 30,69. Uma diferença considerável de 26%. O retorno composto seria 2 pontos percentuais maior, o que se mostra relevante em um intervalo de 14 anos. Resgatando nosso exemplo inicial, quem investiu R\$ 1.000 no dia em que a Equatorial segregou sua participação na Light, teria hoje R\$ 26.300 no exemplo hipotético. Por último, importante ressaltar que, nessa simulação, não faltariam recursos para a empresa realizar suas aquisições posteriores, dado que a empresa distribuiu em dividendos, nos anos seguintes, um montante superior ao valor captado nessa oferta. Com as vantagens de se olhar pelo retrovisor, podemos dizer que a oferta em 2012 foi, no mínimo, *oversized*.

Para nossos fundos, felizmente, aquele aumento de capital foi uma oportunidade e o acompanhamos em sua integralidade. Com isso, nos aproximamos do limite máximo de alocação em um único ativo para nossas duas estratégias, situação que perdurou por vários anos subsequentes.

Muitos acionistas da época, porém, provavelmente não seguiram o mesmo caminho.

Em nossa participação no Conselho e no Comitê de Novos Negócios, quando avaliamos potenciais aquisições, somos refratários, via de regra, a emissões relevantes de ações. Como discutimos anteriormente, é difícil estimar, *ex-ante*, o valor intrínseco da companhia. Suas ações são preciosas. Em alguns momentos, obviamente, faz-se necessário recorrer a aumentos de capital para preservar a saúde financeira da companhia. Nesses casos, como diretriz que defendemos, o *spread* de retorno da aquisição comparado ao implícito nas ações de EQTL3 deve ser considerável e a diluição, preferencialmente, pequena frente à capitalização de mercado da empresa.

Essa fantástica história da Equatorial Energia deve ser fonte de realização para os senhores cotistas. Além do retorno financeiro auferido com seus investimentos, a empresa tem contribuído para a expansão da infraestrutura do país e a melhoria da qualidade de serviço em concessões problemáticas Brasil afora. Reguladores e governantes parecem estar satisfeitos: a Equatorial desatou nós operacionais que outras empresas não se prontificaram a tentar. *Last but not least*, a população do Estado de São Paulo deve presenciar, nos anos vindouros, a tão esperada universalização da cobertura de água e esgoto em suas moradias.

Que venham os próximos 20 anos!

Área de Dados e Rumo

Na Squadra, precisamos ser obsessivos sobre a qualidade e a constituição do time de análise, de modo a criarmos um ambiente que possibilite algum nível de diferenciação em nosso acompanhamento de setores e empresas. Ao longo do tempo, evoluímos para uma equipe mais numerosa, não apenas com a intenção de avaliar novas alternativas de alocação, mas principalmente para garantir maior foco e profundidade em nossos investimentos mais relevantes.

Foi com isso em mente que criamos, em 2021, a nossa área de dados, que vemos como parte integrante do *Research* e na qual nossos estudos têm se apoiado gradativamente mais. De lá para cá, temos aumentado a dedicação nessa empreitada. Hoje, temos mais pessoas, infraestrutura e disposição para investir em bases alternativas, quando necessário.

Uma das funções da área é ajudar os analistas a extrair valor de dados pouco acessíveis ou de difícil manuseio, que antes poderiam se apresentar densos e trabalhosos em demasia. Além disso, ocasionalmente idealizamos projetos maiores, que lidam com variáveis fundamentais para nossa compreensão de valor dos negócios. Vale ressaltar um estudo que fizemos sobre a Rumo Logística, detentora da malha ferroviária que escoa parte relevante da produção de soja e milho do Centro-Oeste para ser exportada via o porto de Santos.

Em nosso investimento, a importância dos preços praticados pela empresa para seu valor intrínseco direcionou nossa análise para os níveis de tarifa atuais, bem como seu potencial futuro. A Rumo precifica seus fretes com base nas alternativas concorrentes de transporte logístico. Aqui, NBA não é basquete: a sigla significa “*Next Best Alternative*”. Então, para encontrarmos a tarifa competitiva teórica, a ideia foi, de forma resumida, imaginar uma tonelada de grão que precisa ser transportada, de um município produtor até um dos portos marítimos de exportação. Para cada localidade, podem existir várias alternativas logísticas, desde um frete rodoviário direto a uma combinação de modais, incluindo outras ferrovias e barcas hidroviárias, além de uma variedade de portos de saída. Uma vez encontrada a alternativa mais competitiva, sabemos a ideia de preço em que a Rumo deve se balizar para cada município produtor.

A análise ganha complexidade para estimar os descontos ou prêmios que fazem sentido a Rumo praticar em cada polo produtor, de forma a otimizar sua participação de mercado e sua tarifa média consolidada. Por fim, como a companhia pretende estender sua ferrovia até o centro do Mato Grosso, as lógicas de seleção de cargas e precificação se alteram à medida que os novos terminais são inaugurados nos próximos anos.

Em paralelo a essa modelagem de dados, nossa equipe também se engajou em estudos sobre os negócios de frete rodoviário e de produção agrícola, que interferem na equação de oferta e demanda pelos serviços da Rumo.

O setor agrícola está sujeito a “*known unknowns*”, que vão ocorrer de tempos em tempos, por depender de variáveis como clima, pragas e preços de commodities. O projeto realizado tem contribuído para nosso *staying power* no investimento, ao respaldar uma percepção de maior resiliência do negócio a tais oscilações na safra de grãos, em comparação ao que já foi no passado. Em suma, estimulou interações proveitosas com executivos da empresa, permitiu refinarmos nossas projeções e fundamentou nosso entendimento sobre o *pricing power* atual e futuro da companhia.

Portfólio *Short* e *Undeserved Sales*

Desde nossa última carta aos senhores, o fundo Squadra Long-Biased subiu 12,7%, em comparação a uma valorização de 6,6% de nossa estratégia Long-Only.

Período	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	Benchmark estratégia Long-Biased
jul/23 - jun/24	12,7%	6,6%	4,9%	10,1%

A principal razão que explica o desempenho superior do Squadra LB no último ano foram os ganhos de nosso portfólio *short*. Naquela comunicação, abordamos nossa leitura sobre receitas que não remuneravam o capital, às quais nos referimos como “*Undeserved Sales*”. Mencionamos que aquele contexto poderia gerar alternativas de alocação para nosso portfólio e expusemos as evoluções que víamos como prováveis para o futuro:

“Quando pensamos os cenários à frente, acreditamos que esse ajuste de redução das Undeserved Sales ainda tem etapas adicionais para acontecerem. Através das demonstrações financeiras de diversos varejistas, tanto os com sortimento diversificado quanto aqueles que atuam em verticais específicas, ainda vemos negócios com rentabilidade substancialmente inferior ao custo de capital. Ao longo do tempo, vemos como provável que essas operações necessitem passar por ajustes de tamanho relevantes. Dado o padrão de comportamento das pessoas, difícil imaginar que essas reduções serão voluntárias. Podem acontecer de forma discreta, como tem sido o caso com o debacle das Americanas, ou de forma gradual, para buscar limitar queimas de caixa e endereçar quadros de endividamento. Em negócios de plataforma, há vários aspectos que indicam na direção do ‘winner takes all’. Esses movimentos ocorrendo, certamente trarão benefícios merecidos para o negócio do Mercado Livre.”

Em adição ao nosso investimento *long* no Mercado Livre, pudemos nos valer de outras assimetrias que enxergávamos entre preço e valor para o nosso portfólio *short*. No último ano, as posições em Magazine Luiza e Casas Bahia representaram as maiores contribuições *short* para a estratégia Long-Biased, com suas ações tendo desvalorizado -64% e -90%⁸, respectivamente. Além disso, o fundo teve ganhos com investimentos *short* nos varejistas especializados Petz e Carrefour Brasil.

Sobre as duas principais contribuições, alguns episódios marcantes aconteceram na direção do cenário que vislumbrávamos:

- (i) Em setembro de 2023, a Casas Bahia fez uma oferta primária “para promover a melhora da estrutura de capital da Companhia” com a emissão de 49% de novas ações. Adicionalmente, os investidores do *follow-on* receberam bônus de subscrição, totalizando uma emissão potencial correspondente a 88% de sua base acionária *pre-deal*;
- (ii) Em novembro de 2023, o Magazine Luiza, em fato relevante, informou que haviam sido “identificadas incorreções em lançamentos contábeis relacionadas ao período de competência do reconhecimento contábil de bonificações em determinadas transações comerciais”, refletindo ajustes de - R\$ 1,257 bilhão (bruto de impostos);
- (iii) Em janeiro deste ano, o Magazine Luiza anunciou um aumento de capital privado de R\$ 1,25 bilhão. O fato relevante ressaltou “a otimização da estrutura de capital da Companhia” como uma das finalidades da captação. Além disso, também foi destacado que a transação “intensifica a redução das despesas financeiras atualmente em curso”, a despeito de a companhia se apresentar com “Caixa Líquido Ajustado” em seus *releases* gerenciais e métricas de covenant;

⁸ Entre 30 de junho de 2023 e 30 de junho de 2024.

- (iv) A Casas Bahia promoveu determinados reperfilamentos de dívidas junto a seus credores. Esse quadro evoluiu para uma Recuperação Extrajudicial, que foi homologada neste mês de junho;

Ao longo do último ano, companhias de varejo que estavam apresentando rentabilidade inferior ao custo de capital e sucessivas queimas de caixa mostraram desaceleração de crescimento, ou até queda de receitas. Seus executivos têm se mostrado mais alinhados com agendas de ganhos de eficiência e otimização, com fechamentos de estruturas atuais e reduções nos planos de expansão de lojas e redes logísticas. Em entrevistas e comunicações recentes, parte deles tem enfatizado a necessidade de priorizar a recuperação de rentabilidade, que segue deteriorada, ou mesmo buscar uma maior especialização dos modelos de negócio.

Com as quedas verificadas nas ações, no encerramento do semestre, o fundo Long-Biased possuía apenas uma alocação *short* residual no setor de varejo, que foi encerrada desde então.

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho ao longo dos 16 anos de existência de nossos fundos. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra