



6ª Carta aos Investidores

2º semestre de 2024

Praticamos uma filosofia de investimentos orientada ao micro, mas 2024 foi um ano em que o macro foi o fator primário de explicação da performance dos ativos, e, por isso, começamos por aí nossa carta. Seguimos com uma avaliação sobre a performance de alguns negócios do portfólio e concluímos com um estudo sobre alocação de capital como mecanismo de geração de valor aos acionistas em períodos desafiadores.

Vivemos uma contínua deterioração de expectativas macro no Brasil ao longo de 2024. Começamos o ano dentro de um ciclo de corte de juros, e com uma taxa pré de 3 anos em 9,71% e a de 10 anos em 10,37% - e terminamos o ano dentro de um ciclo de alta de juros, e uma taxa pré de 3 anos de 15,89% (+618bps) e a de 10 anos de 14,98% (+461bps).

Houve, também, uma deterioração na curva de juros dos Estados Unidos: +30bps na taxa pré-fixada de 3 anos e +70bps na 10 anos. Mas uma deterioração causada por uma atividade econômica robusta, em um ambiente de negócios saudável e com forte crescimento de lucros, de maneira que essa deterioração na curva foi insuficiente para evitar que tivéssemos mais um ano forte de **S&P**, que subiu 23,3% em 2024.

A maior parte dos negócios listados no Brasil teve um bom desempenho operacional em 2024 – e os negócios em nosso portfólio tiveram um desempenho ainda melhor –, mas a intensa deterioração das expectativas macro foi mais determinante e o desempenho das ações foi decepcionante: o **Ibovespa** fechou o ano em -10,4% e o **Aster FIC FIA** em -14,4% ([material de divulgação](#)).

Não apenas tivemos um operacional sólido nos negócios do portfólio em 2024, como foi em geral dentro do esperado. Houve revisões negativas, mas a média ponderada das revisões de EPS¹ do portfólio foi marginalmente positiva. Isso implicou em mais um ano de contração relevante de múltiplos.

Na tabela abaixo, mostramos a média ponderada do desempenho operacional do portfólio da Aster até os resultados mais recentes já entregues (12 meses x 12 meses):

Média ponderada do portfólio	3T24 12M vs 3T23 12M
Crescimento de Receita	17%
Crescimento de Ebitda	21%
Crescimento de Lucro	26%
ROIC	18%

¹ EPS = lucro por ação ("earnings per share")

Mesmo com essa performance operacional sólida dos negócios, estamos vivendo um ambiente de pessimismo no Brasil. Apesar desse cenário macro desafiador, continuamos defendendo o argumento da [nossa carta anterior](#): **o cenário de preços oferece uma oportunidade atrativa para o investidor de longo-prazo, desde a crise da Dilma não presenciávamos preços nesses níveis.**

Detalharemos os principais resultados negativos e positivos do portfólio em 2024.

Atribuições

Os três piores resultados do portfólio em 2024 foram, nessa ordem, **Equatorial**, **Cosan** e **Localiza**, somando uma atribuição de -6,95%.

Equatorial

Equatorial passou o ano todo entre as nossas maiores posições. Apesar da performance de -21,6% no ano, achamos que 2024 foi um ano positivo para a companhia, adicionamos à posição ao longo do ano, e ela não apenas fechou como nossa 2ª maior posição, como esteve entre as 5 maiores adições do ano.

A **Equatorial** continuou apresentando sua excelência operacional, com bons indicadores operacionais DEC/FEC² de suas operações e um destaque surpreendente no turnaround da CELG.

Com menos de 2 anos da aquisição, o Ebitda anualizado saiu de BRL 1,2 bilhão para BRL 2,5 bilhões, hoje com uma performance 30% superior ao *benchmark* regulatório. A **CELG** tem sido o principal driver de crescimento da **Equatorial**, representando aproximadamente 70% da adição de Ebitda da empresa nos últimos 12 meses e acreditamos que ainda existe muito potencial a ser destravado. Com esse salto de Ebitda em 12 meses, estimamos que apenas a **CELG** gerou ao menos BRL 8 bilhões de valor intrínseco aos acionistas de Equatorial.

Além disso, realizou a aquisição de 15% do capital da **Sabesp**, tornando-se o acionista de referência que efetivamente ditará os rumos do negócio. A marcação a mercado desse investimento indica uma geração de valor de BRL 2 bilhões ao longo de 2024, mas entendemos que ele tem uma importância muito maior do que isso: estamos diante de um dos maiores programas de investimentos do Brasil – BRL 70 bilhões até 2029 –, em busca da universalização do acesso a água e esgoto no Estado mais relevante do Brasil.

² Indicadores regulatórios mais importantes de concessões de distribuição de energia, que medem a frequência e duração de *blackouts*.

Estimamos que **CELG** e **Sabesp** já geraram ao menos BRL 10 bilhões de valor intrínseco incremental aos acionistas da **Equatorial**, mas, ainda assim, o movimento da curva de juros foi mais decisivo, e o valor de mercado da Equatorial caiu BRL 10 bilhões em 2024, criando uma assimetria que julgamos muito atrativa.

Cosan

Cosan não esteve entre nossas top 10 posições, mas teve uma performance tão negativa que figura dentre os nossos 3 piores resultados. No momento, não temos mais essa posição.

Cosan é um grupo complexo, que controla diversos negócios: **Rumo** – transporte ferroviário; **Compass** – distribuição de gás; **Raízen** – distribuição de combustível e produção de açúcar e etanol; e a **Radar** – investimento em terras agrícolas. Além desses negócios, ela também detinha um investimento passivo na **Vale do Rio Doce (VALE)**.

Um problema conhecido da **Cosan** é a sua alta alavancagem. Na última divulgação de resultado, a dívida líquida de BRL 65 bilhões do grupo³, sendo BRL 31 bilhões na holding, era desmedida frente ao Ebitda de BRL 13,2 bilhões⁴, em especial em um cenário de juros altos.

Apesar disso, o controlador da **Cosan** compreendeu que a alavancagem ficou excessiva e decidiu focar o grupo na desalavancagem. Apenas uma eventual venda da posição de BRL 9 bilhões de **VALE** resolveria quase 30% do problema - o que era algo bem exequível frente à negociação diária média de BRL 2,9 bilhões da **VALE**⁵. E, por isso, entendíamos que a companhia tinha em suas mãos o início da solução. Tanto que esse desinvestimento acabou se materializando em Janeiro/25.

Os negócios mais relevantes da **Cosan** vinham apresentando bons resultados operacionais, e nossa tese era que a combinação de um crescimento operacional sólido com o início do processo de desalavancagem poderia destravar muito valor aos acionistas.

A deterioração do cenário de juros fez com que reconsiderássemos a distribuição de probabilidades da **Cosan**, pois o carregamento das operações fica excessivamente oneroso frente ao grande endividamento do grupo. Não vemos uma deterioração no risco de crédito da **Cosan**, mas vemos a dívida

³ Dívida líquida proporcional às participações nas controladas. Inclui as operações de risco-sacado para Raízen e o equity PN na holding.

⁴ Ebitda 3T24 últimos doze meses, proporcional às participações nas controladas.

⁵ Soma da negociação média diária de VALE3 na Bovespa e VALE na NYSE.

consumindo mais valor do acionista do que imaginávamos quando iniciamos o investimento e decidimos desinvestir.

Localiza

Localiza começou o ano entre nossas maiores posições, mas começamos a reduzir em Fevereiro e desinvestimos inteiramente em Julho. Esse desinvestimento está entre nossas 3 maiores reduções de exposição ao longo de 2024.

Localiza vinha de crescimentos sólidos até o Covid, pausou momentaneamente a compra de carros durante a forte alta de preços causada pela restrição de oferta de chips e voltou a acelerar o crescimento em 2021-2022 quando os preços continuavam subindo. Para lidar com essa volatilidade, alongou o prazo de uso dos carros até a venda e entrou em 2023-24 (no ciclo de venda da safra de carros comprados em 2021-22) com carros mais velhos do que costumava vender, e com um mix que se provou inadequado.

Isso significa que o preço pelo qual os carros usados foram vendidos desapontou. A **Localiza** tem uma frota de aproximadamente BRL 50 bilhões para um lucro de aproximadamente BRL 3 bilhões, de modo que decepções na realização de valor desse ativo são muito relevantes para a trajetória de lucro da companhia.

Entendíamos que esse problema era circunstancial e que, após ajustes no preço do aluguel de carro e a normalização no preço de venda de um mix de carros já ajustado, veríamos a companhia voltando a entregar um spread de ROIC vs seu custo de dívida (Kd) em linha com seu histórico, ao redor de 5-7%. Por isso, continuávamos com uma posição relevante.

Passamos a ver mais sinais de cansaço no crescimento da **Localiza** e estamos avaliando ainda se é uma questão momentânea, ou se podemos estar entrando em um novo momento de expansão modesta do mercado endereçável.

Continuamos gostando de **Localiza**, mas sempre a tratamos como um investimento de alto crescimento, e decidimos desinvestir enquanto não encontramos evidências suficientes para continuar defendendo um crescimento de volume sólido para os próximos anos. Caso estejamos diante de um crescimento mais modesto, precisamos de um preço que reflita isso.

Os **três melhores resultados do portfólio em 2024** foram **Nubank, MercadoLibre e Santos Brasil**, nessa ordem. Somaram uma atribuição de 7,32%.

Nubank

O **Nubank** (NU) foi o destaque positivo do portfólio em 2024. Apesar da alta de +58% (em BRL) no ano, o nosso P/E⁶ expandiu apenas +8% no mesmo período, ou seja, foi um retorno puxado essencialmente por um forte crescimento de lucro.

Em 2024, o banco atingiu a marca de 100 milhões de clientes no Brasil, dos quais estimamos que mais de 50 milhões utilizam o **NU** como conta principal, e ainda continua adicionando mais de 1 milhão de clientes por mês.

Apesar desse market-share de aproximadamente 30% das contas principais do Brasil, o **NU** detém apenas 13,4% de market-share em cartões de crédito⁷ e 3,1% em empréstimos pessoais⁸, que são seus principais produtos. Vemos um amplo espaço para continuar (1) adicionando novos clientes, (2) convertendo mais clientes em contas principais e, ainda, (3) aumentando a penetração de produtos por cliente.

A tese de que um banco digital bem gerido conseguiria ter um custo de servir substancialmente menor em escala tem se materializado no **NU**. O crescimento acelerado da receita está sendo acompanhado por um aumento modesto das despesas operacionais, de modo que o **NU** mais do que dobrou seu lucro nos últimos 12 meses. Anualizando o lucro do 3T24, o **NU** já está rodando com 30% de ROE⁹, um patamar significativamente mais elevado do que os seus pares (se isolarmos a operação brasileira, essa superioridade é ainda mais expressiva).

NU tem hoje um balanço pouco alavancado, com BRL 40 bilhões mais depósitos do que empréstimos, o que permite que o banco continue expandindo ROE enquanto ganha mais market-share em seus mercados.

Apesar da nossa convicção no potencial do **NU**, estamos em um ambiente de mercado desafiador que demanda um cuidado reforçado com nossos cenários de retorno esperado. Devido a um rebalanceamento explicado por uma forte performance da ação em 2024, **NU** está entre nossas 3 maiores reduções de 2024.

⁶ Price/Earnings - Preço / Lucro 12 meses à frente

⁷ Inclui Pix Financing. Base 3T24

⁸ Inclui crédito pessoal consignado e crédito sem consignação. Base 3T24

⁹ ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido ("return on equity")

MercadoLibre

MercadoLibre (MELI) teve mais um ano excepcional. Mesmo com uma alta de 39% na ação (em BRL), apresentou uma contração de P/E¹⁰ ao longo de 2024 – esse movimento reflete tanto o crescimento acelerado dos lucros quanto as revisões positivas em nossas projeções de lucro em BRL. Apesar de já ser a principal plataforma de ecommerce na América Latina, continua adicionando mais de 1 milhão de novos compradores ao mês.

No Brasil, estimamos que o **Mercado Livre** expandiu seu GMV¹¹ em +31% em 2024, adicionando mais de BRL 32 bilhões em GMV - a maior adição de sua história. Calculamos que, entre 2022 e 2024, o **Mercado Livre** conquistou +9p.p. de market-share no ecommerce brasileiro, aproximando-se de 40%, um nível próximo ao da Amazon nos EUA.

Em Crédito, 2024 foi marcado pela aceleração das originações, especialmente por meio do cartão de crédito. Estimamos que a carteira de crédito do **Mercado Pago** no Brasil dobrou vs o final de 2023, superando os BRL 20 bilhões.

Especificamente no cartão de crédito, o market-share do crescimento de carteira do sistema em 12 meses já ultrapassou 10%, refletindo o ritmo acelerado de crescimento. Acreditamos que a decisão é acertada para o longo prazo, considerando que: (i) crédito é o maior *profit pool* do país, (ii) o **MELI** tem vantagens competitivas claras em algumas ocasiões - como em compras em seu *marketplace* e (iii) o **MELI** tem acesso a dados proprietários sobre o comportamento do consumidor que são irreplicáveis e importantes para modelos de crédito.

No México, apesar da competição com algumas das melhores empresas do mundo, como **Amazon** e **Nubank**, o **MELI** segue reforçando sua liderança em todas as frentes de negócio. No segmento de Commerce, os números permanecem sólidos, com uma expansão acima de +25% YoY em 2024 - também a maior adição anual de GMV que já teve no país. Entendemos que Fintech é uma oportunidade maior do que o ecommerce no México. Além do cartão de crédito, produto no qual o **Mercado Pago** já montou uma carteira de mais de USD 500 milhões, identificamos no crédito para PMEs uma oportunidade significativa. Esse público é desassistido pelo sistema financeiro tradicional, e o **Mercado Pago** possui acesso privilegiado a ele por meio de seu negócio de MPOS, no qual já é líder e continua crescendo mais de 100% em 12 meses.

¹⁰ Preço / Lucro 12 meses a frente ("Price/Earnings")

¹¹ Valor total de Mercadorias Vendidas ("Gross Merchandise Value")

Na Argentina, sinais de recuperação são evidentes. Após um primeiro trimestre fraco, os volumes voltaram a crescer nos trimestres seguintes. Com um cenário macroeconômico mais estável e inflação sob controle, acreditamos que o **MELI** será um dos principais beneficiários caso a retomada da Argentina se materialize.

Assim como comentamos em **NU**, executamos uma redução de exposição em **MELI** ao longo de 2024 que está entre as 3 maiores do ano, explicada essencialmente pela forte performance das ações, o que reduziu a margem de segurança do investimento.

Santos Brasil

Santos Brasil foi um dos destaques positivos do portfólio ao longo de 2024, com performance de 69,7% no ano, impulsionada, principalmente, por revisões positivas de lucro decorrentes de volumes e preços acima do esperado pelo mercado e pela compra de controle anunciada em Setembro.

Durante o ano, a empresa portuária apresentou um crescimento de 25% no volume de contêineres, operando entre 80% e 90% de sua capacidade. Entretanto, a nossa tese de investimento em **Santos Brasil** foi encerrada em setembro de 2024, quando o controlador anunciou a venda de sua participação e uma OPA a ser conduzida pela **CMA CGM**, cliente da empresa. A transação envolveu um prêmio de 20% sobre o preço de fechamento antes do anúncio.

Principais movimentos no portfólio

Além dos melhores e piores resultados em nossa atribuição, gostaríamos de comentar também nossos **principais movimentos de 2024**.

Já comentamos nossas 3 maiores reduções de exposição: **Nubank**, **MercadoLibre** e **Localiza**. Comentaremos, em seguida, **nossos 3 maiores aumentos em 2024: Rede D'Or, Smart Fit e Sabesp**.

Rede D'Or

Nossa tese de **Rede D'Or** (RDOR) foi fortalecida ao longo de 2024. Começamos a ver frutos do trabalho na divisão de seguros e, na divisão de hospitais, não apenas tivemos um ano de fortes resultados operacionais, como houve uma aproximação muito relevante com o seu principal cliente, **Bradesco Saúde**, que se tornou sócio em alguns dos hospitais da **RDOR**.

Construir e operar um novo hospital é uma iniciativa que embute um risco considerável, pois as operadoras de saúde precisam credenciá-lo para permitir que seus beneficiários o utilizem. De forma geral, como um mecanismo de controle de sinistros, as operadoras tendem a restringir esses novos credenciamentos.

Em 2024, o grupo **Bradesco** e a **RDOR** anunciaram a criação da **Atlântica D'Or**, empresa em que dividem a participação econômica e que terá ao menos seis novos hospitais, permitindo que esses hospitais tenham um ritmo mais acelerado de ramp-up da ocupação. Em nossa visão, esse evento representou um sinal mais amplo, pois fortalece o relacionamento da **RDOR** com o seu maior cliente, responsável por aproximadamente 1/3 de seu Ebitda hospitalar, beneficiando todo o portfólio de seus 78 hospitais.

Adicionalmente, o ano de 2024 marcou a adição de 1.200 novos leitos orgânicos, a maior da história da companhia. Esse conjunto de leitos entregues em 2024 representaria o sexto maior grupo hospitalar privado do Brasil em receita (excluindo filantrópicos e verticalizados). A companhia terminará o ano com 13.000 leitos, 3 vezes o seu maior concorrente.

Por fim, começamos a ver também resultados bem mais positivos na divisão de seguros, a **SulAmérica**, adquirida em 2022. O desempenho comercial está saudável, combinado com uma trajetória de sinistralidade menos volátil, e com provisões técnicas que saltaram de BRL 4,7 bilhões em Dezembro/22 para BRL 8,5 bilhões em Setembro/24. Mesmo com todo esse aumento de provisões técnicas, vemos o Ebitda da **SulAmérica** saindo do zero em 2023 para BRL 1,2 bilhão em 2024 e deve ser superior a BRL 2 bilhões em 2025.

Smart Fit

A **Smart Fit** (SMFT) é a maior rede de academias da América Latina e uma das maiores do mundo, com 1.753 unidades. Chegou nesse patamar por meio de uma expansão majoritariamente orgânica, priorizando unidades próprias, e já está hoje em 15 países.

Estimamos que essa expansão orgânica tem sido executada a uma atrativa TIR de 17-18% e vemos um potencial de múltiplas vezes o seu tamanho atual.

Em 2024, a **Smart Fit** adicionou 305 novas academias, representando um crescimento de 21% vs 2023 e uma aceleração de 42% no ritmo de aberturas de 2023. A empresa continua amadurecendo a sua máquina de expansão que foi construída ao longo dos últimos anos. Nos últimos 12 meses, a **Smart Fit** entregou um crescimento de receita e Ebitda de +30% e de +31%, respectivamente.

A **Smart Fit** já tem 54% da sua base de academias fora do Brasil, e, em 2024, 62% das aberturas de novas academias foram fora do Brasil. É um dos raros casos de internacionalização bem sucedida de uma empresa brasileira, e a companhia já é líder em 9 dos 15 países em que ela opera.

O Brasil continua sendo o principal mercado da **Smart Fit**, onde adicionou 117 novas academias em 2024, sendo 2/3 dessa adição fora do eixo SP-RJ, criando novos mercados que serão adensados em um momento subsequente – uma estratégia similar à executada por um outro investimento do nosso portfólio, a **RD Saúde**.

Smart Fit é mais um exemplo em que vemos o forte ficando mais forte, expandindo suas vantagens competitivas e alocando muito capital a taxas atrativas. Ficamos vigilantes com o cenário de consumo e renda disponível no Brasil, mas entendemos que a proposta de valor superior, aliada a uma bem construída máquina de expansão nos oferece uma oportunidade de investimento a menos de 16x P/E em um negócio que deve mais do que dobrar seu lucro nos próximos 3 anos.

Sabesp

A tese de investimento da **Sabesp** foi destravada pela entrada de um novo acionista de referência que passará a ditar os rumos da companhia, a **Equatorial**, e fundamenta-se na combinação do forte potencial de crescimento dos serviços de saneamento básico no Estado de São Paulo com ganhos de eficiência de uma gestão privada orientada à geração de valor na companhia.

O plano de investimentos de BRL 70 bilhões até 2029 é um dos maiores hoje no Brasil, visa à universalização do saneamento básico no Estado de São Paulo e conta com uma regulação aprimorada que nos deixou confortáveis em enxergar essa necessidade de investimentos como oportunidade e não mais como risco.

O arcabouço regulatório que envolve o negócio da **Sabesp** define um retorno real de 12% sobre a base de ativos da companhia. A **Sabesp** gera valor aos acionistas por meio de 2 principais alavancas: (1) ganhos de eficiência da operação – que pode aumentar o retorno sobre a base de ativos – e (2) aumento da base de ativos por meio da execução do plano de investimentos.

Desde que a **Equatorial** assumiu o controle de fato da operação, entendemos que a probabilidade de sucesso nas duas alavancas de geração de valor tem aumentado. Se a **Sabesp** entregar a meta de universalização em 2029, veremos a base de ativos da companhia praticamente dobrando, o que implica um retorno esperado de 150% em 4 anos aos acionistas.

O fator crítico de sucesso desse investimento é a capacidade de execução da companhia aliada a um cenário regulatório que não deteriore ao longo do tempo. Entendemos que a gestão da **Equatorial** é um fator decisivo para mitigar riscos de execução, e não vemos uma competição com a China, ou riscos relevantes de disrupção tecnológica, o que são atributos muito bem-vindos no atual ambiente de negócios.

Alocação de capital como mecanismo de geração de valor aos acionistas

Frequentemente falamos da insistência de certos negócios fortes em ficarem ainda mais fortes, em especial nos momentos mais desafiadores. Essa construção de uma superioridade incremental se dá por meio de diferentes mecanismos: operações mais eficientes, times melhores e mais alinhados, culturas mais coesas que permitem que organizações se adaptem melhor e, também, alocação de capital.

Decidimos escrever especificamente sobre alocação de capital porque é justamente em momentos mais desafiadores que muitas das melhores oportunidades aparecem.

Decisões de alocação de capital se dão em diversas dimensões, mas podemos destacar: gestão da velocidade de expansões orgânicas, aquisição de outras companhias e emissão ou recompra das próprias ações.

"Minha sugestão: Antes de discutir **recompras**, o CEO e seu Conselho devem se levantar, dar as mãos, e declarar conjuntamente 'O que é inteligente a um preço, é estúpido a outro preço'"

Warren Buffett

ALLOS

A **ALLOS** é a maior empresa de Shopping Centers da América Latina, foi construída por meio de alocações de capital orgânicas e inorgânicas e foi protagonista da maior aquisição da história do setor no Brasil, a compra da **brMalls** em 2022.

Um preâmbulo para a aquisição da **brMalls** foi a emissão de BRL 1,2 bilhão em Dezembro/19, por meio de uma oferta de ações a BRL 43 por ação. À época, isso representava um *cap-rate*¹² de 7% e um P/FFO¹³ de 23x.

Em Abril/22, a **Aliansce Sonae** conseguiu a aprovação do Conselho da **brMalls** para executar a transação (formando a **ALLOS**), pagando 326,3 milhões de ações + BRL 1,25 bilhão. Essa transação avaliou a **brMalls** a um P/FFO de 10x e um *cap-rate* de 15%.

Após a aquisição da **brMalls**, a **ALLOS** passou a ter participações em 53 shoppings, e iniciou um capítulo de otimização de portfólio. Neste novo capítulo, que se iniciou em Setembro/23 com o desinvestimento parcial do Shopping Plaza Sul, a **ALLOS** já executou desinvestimentos que somam BRL 2,5 bilhões¹⁴, a um *cap-rate* médio de 8,2%, e usou BRL 1,3 bilhão desses recursos para comprar suas próprias ações a um *cap-rate* médio de 15% e um P/FFO de 9x.

Ou seja, desde 2019, a **ALLOS** tem adotado um programa sistemático de alocação de capital de acordo com as oportunidades que o mercado oferece a ela, gerando, dessa maneira, muito valor a seus acionistas. Vemos, portanto, a **ALLOS** investindo a múltiplos que são aproximadamente 50% menores que os múltiplos implícitos no preço em que vendeu suas ações.

Mesmo com um choque não esperado de juros – que é um vento contrário a essa conta –, estimamos que a jornada de alocação de capital que se iniciou com a oferta de Dezembro/2019 já gerou um EPS ao menos 22% maior do que teríamos hoje sem essa jornada. Isso é uma análise que não incorpora nenhuma premissa de múltiplo de mercado.

Ao adicionar uma camada de análise de múltiplos, estimamos um valor por ação hoje entre 30 e 35% superior ao que teríamos sem essas decisões de alocação de capital. Esse incremento seria explicado por: maior EPS, maior relevância do negócio, melhor posição competitiva, balanço mais robusto, distribuição mais consistente de dividendos e ação mais líquida. Estamos, portanto, atribuindo BRL 2,2 bilhões dos BRL 9,7 bilhões de valor de mercado da **ALLOS**¹⁵ às suas decisões de alocação de capital desde 2019.

¹² Múltiplo definido por NOI / Enterprise value, muito utilizado para avaliar negócios de *real-estate*. NOI, por sua vez, é a renda da propriedade deduzida de seus custos diretos ("Net Operating Income").

¹³ Múltiplo que se assemelha ao P/E, mas utilizando no denominador um lucro ajustado que soma de volta a despesa de depreciação ("Funds from Operations").

¹⁴ A companhia desinvestiu, total ou parcialmente, de 14 shoppings neste período.

¹⁵ Fechamento de Dezembro 2024

Rede D'Or

A **Rede D'Or** (RDOR) é a maior rede de hospitais do Brasil, gerida pelo time mais sólido do setor de saúde.

A companhia fez o seu IPO em Dezembro/2020 e realizou mais um aumento de capital adicional em oferta subsequente em Maio/2021, levantando no total BRL 10 bilhões, a um preço médio por ação de BRL 57, o que representava um P/E de 53x na média entre as duas ofertas.

Em Fevereiro/22, a **RDOR** anunciou a aquisição da segunda maior seguradora de saúde do Brasil, a **SulAmérica**. Foi uma aquisição paga 100% em ações da **RDOR**. Ou seja, **RDOR** utilizou suas ações que negociavam a 48x o P/E de 2 anos à frente, para comprar um ativo que, 2 anos depois, deve gerar um lucro de BRL 1,3 bilhão, implicando que a **RDOR** pagou um P/E de 10x.

Mas esse argumento é incompleto. Não apenas acreditamos que **SulAmérica** não estaria entregando um lucro de BRL 1,3 bilhão se não tivesse sido incorporada pela **RDOR**, como é um argumento que pode ser utilizado para justificar que empresas comprem negócios piores apenas porque negociam a múltiplos menores.

Nesse caso, entendemos que a **SulAmérica** reforça a posição competitiva da operação de hospitais da **RDOR**, pois garante uma relação mais harmoniosa de volume do maior prestador do setor de saúde com o segundo maior grupo segurador, além de gerar uma dinâmica de credenciamento de novos hospitais muito mais rápida, representando uma mitigação de risco ao plano de expansão da **RDOR**.

Por mais que achemos que o negócio de seguros deva negociar a múltiplos estruturalmente menores do que a rede líder de hospitais, com um ROIC normalizado de 18-19%, vemos um claro sentido estratégico nesse movimento que retroalimenta as forças de ambos os negócios.

Com a correção dos preços das ações da **RDOR**, mesmo com um EPS que esperamos que cresça 75% em 2024 e 26% em 2025, a **RDOR** fez BRL 900 milhões em recompras a um P/E médio de 16x e a família controladora também comprou BRL 1,2 bilhão - demonstrando um reforçado alinhamento.

Entendemos que estamos diante de uma sequência de acertos na alocação de capital: emissão de ações na hora certa, utilização de ações bem valorizadas para uma aquisição estratégica, e, por fim, recompra de ações a um preço que achamos atrativo.

Suzano

Em 2018, a **Suzano** completou o maior negócio da história do setor de papel e celulose, a compra da **Fibria**, que era a líder de mercado à época. O valor gerado pela transação foi imediatamente reconhecido pelo mercado. Recentemente, a **Suzano** voltou às compras, recomprando até agora 43% das ações emitidas para a compra da **Fibria** a termos mais atrativos do que a aquisição de 2018.

Em Março/2018, a **Suzano** anunciou a aquisição da **Fibria**. Estimamos que avaliou a **Fibria** a USD 2.100 / tonelada de capacidade. Esses 7,25 milhões de toneladas de capacidade da **Fibria**, por sua vez, eram acompanhados por aproximadamente 0,15 hectare de terra por tonelada de capacidade instalada. A aquisição da **Fibria** foi executada por um total de BRL 37 bilhões, sendo BRL 29 bilhões em caixa e mais 255 milhões de ações emitidas pela Suzano. A aquisição foi imediatamente reconhecida como um bom negócio, de forma que as ações da **Suzano** subiram 55% nos 30 dias subsequentes ao anúncio.

A aquisição foi concluída em Janeiro/2019, e, desde então, a nova companhia já distribuiu BRL 6,3 bilhões em dividendos, e inaugurou o projeto de celulose mais eficiente do mundo, Cerrado, elevando a capacidade instalada da nova companhia para 15 milhões de toneladas. A nova **Suzano** tem cerca de 30% do *trade* global de celulose de fibra curta, bem superior aos 19% da **Fibria** no momento da aquisição.

A partir de Maio/22, a **Suzano** aproveitou oportunidades oferecidas pelo mercado e já recomprou BRL 5,6 bilhões a um preço médio que implica USD 1.650 / tonelada de capacidade, sendo que agora tem 25% mais hectares de terra própria por tonelada de capacidade em comparação à **Fibria**.

Nos últimos 6 anos, a América do Sul – especialmente o Brasil – consolidou ainda mais sua participação no mercado de celulose, ampliando a vantagem comparativa de custo das empresas instaladas na região. Essa superioridade tem sido manifestada em uma valorização das terras elegíveis para esses fins - estimamos uma valorização média de cerca de 70% em USD nesse período. Além disso, estimamos que o custo de construção por tonelada de capacidade também aumentou em 20% em USD nesse mesmo período.

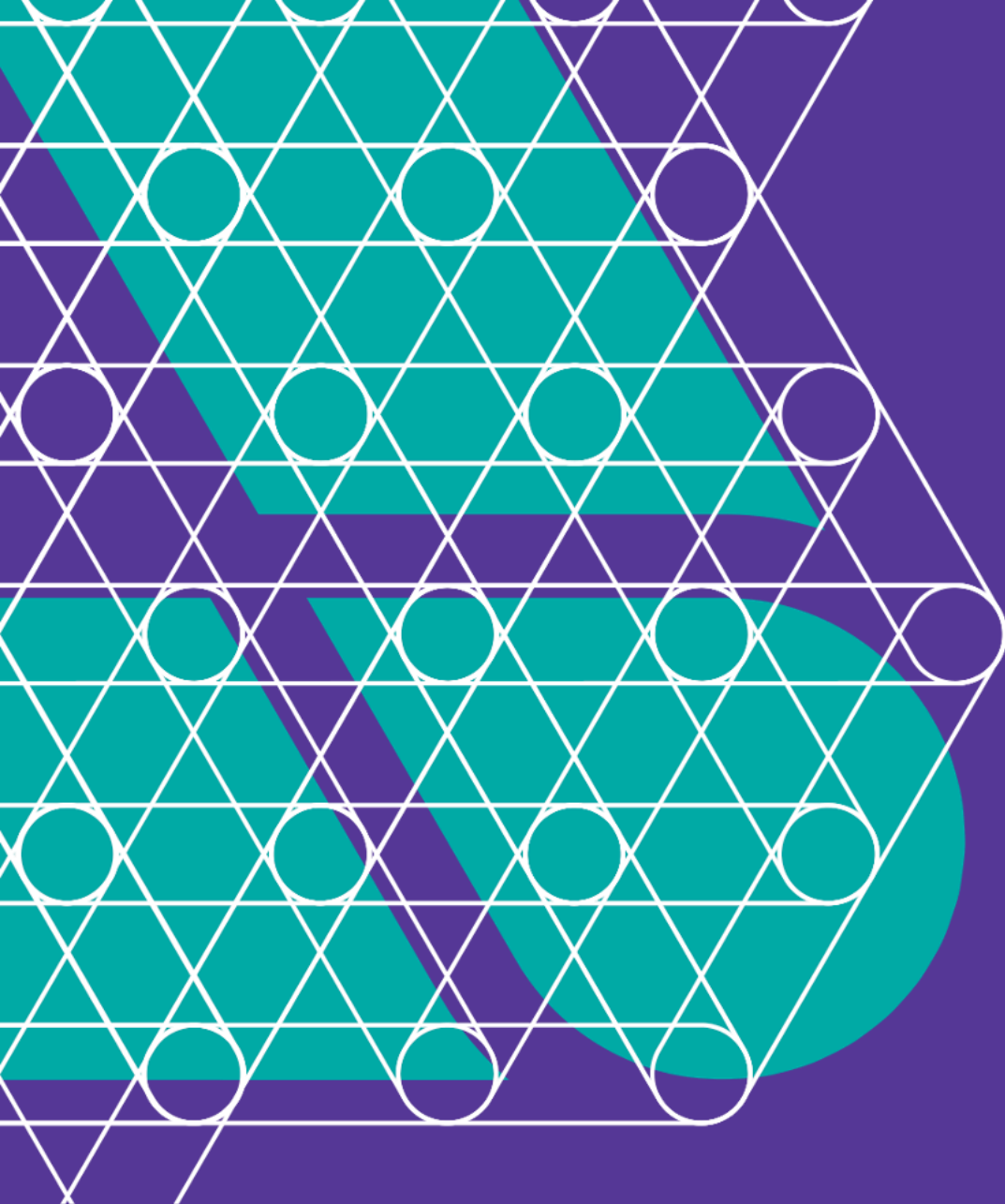
Ou seja, a **Suzano** tem recomprado ações da empresa que é líder ainda mais incontestável no setor, com uma operação com maior densidade de terras e menor custo de operação marginal, em um segmento dolarizado, a um preço por tonelada de capacidade pelo menos 21% menor do que a aquisição da **Fibria** - neutralizando 43% da diluição da aquisição da **Fibria** ao longo de 30

meses. Parecia improvável, mas a **Suzano** tem executado uma transação ainda melhor do que a celebrada aquisição da **Fibra**.

Reforçamos nossa disponibilidade para construir uma relação de longo-prazo próxima e transparente com nossos investidores. Para nós, é essencial que nossos parceiros nos entendam bem.

Agradecemos e valorizamos a confiança.

Time Aster Capital



Disclaimer

As informações contidas neste material expressam opiniões pessoais do gestor para fins meramente informativos e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas para esta finalidade. As declarações contidas neste documento não devem ser interpretadas como fatos ou verdades absolutas. Nenhuma informação contida neste material constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de cotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A Aster Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, da lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Este material não é direcionado para quem se encontrar proibido por lei a acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária a qualquer lei de qualquer jurisdição. Fundos de Investimento não contam com a garantia de administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantido de Créditos - FGC. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo, inclusive, acarretar tanto perdas superiores ao capital aplicado, quanto uma consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Fundos de investimento podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos podem ainda estar expostos a uma significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A Aster Capital, seus administradores, sócios e funcionários não se responsabilizam pela publicação acidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material é para uso exclusivo de seu destinatário e não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Aster Capital. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco do seu usuário.



astercapital