

fama
re.capital
investing for change

RELATÓRIO TRIMESTRAL

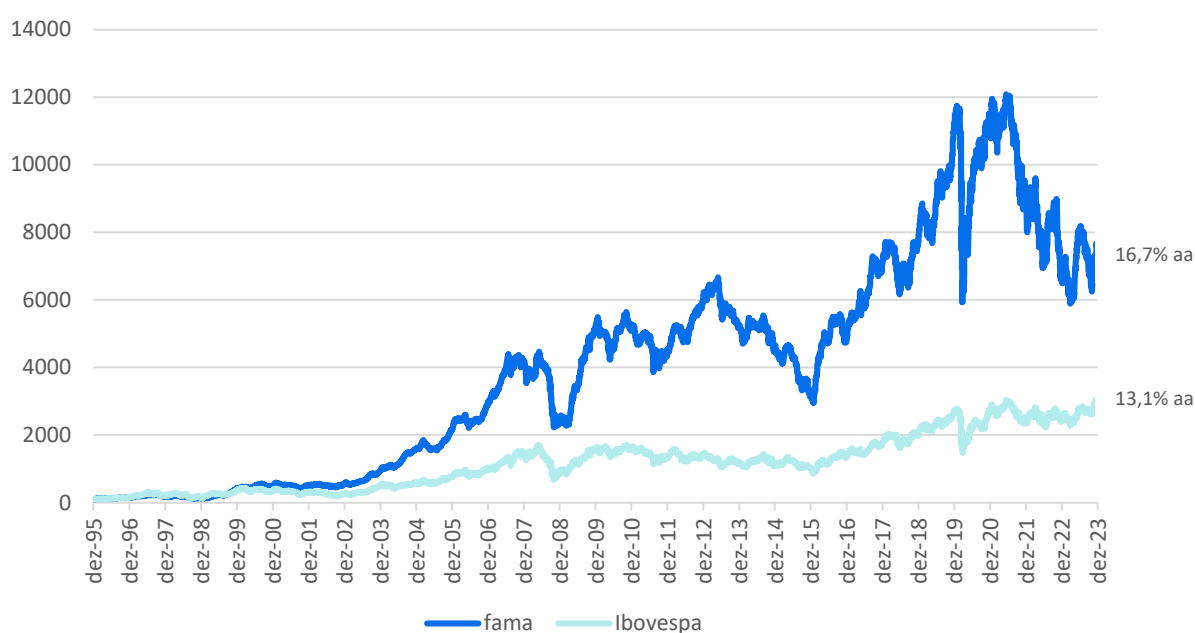
4º trimestre 2023



TABELA PERFORMANCE

Em %	4T23	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	1 ano	5 anos	10 anos*	Início*
fama	9,1	9,0	-21,2	-22,3	2,5	41,6	10,0	45,0	55,2	9,0	-3,2	45,7	7.562
Ibovespa	15,1	22,3	4,7	-11,9	2,9	31,6	15,0	26,9	38,9	22,3	52,7	160,5	3.025

* estratégia FAMA; desde 29/12/1995



MENSAGEM DO CIO

O crescimento de negócios sustentáveis e a transição para uma economia verde no Brasil representam áreas promissoras de desenvolvimento, em sintonia com as demandas globais por sustentabilidade ambiental, equidade social e prosperidade econômica.

Essa tendência é especialmente relevante à luz da Conferência das Partes (COP30), que será sediada pelo Brasil em Belém, no ano que vem. Este evento coloca o país definitivamente no radar dos investidores internacionais, que estão cada vez mais inclinados a alocar recursos em ativos locais comprometidos com a agenda sustentável.

O conceito de negócios sustentáveis e economia verde ganhou destaque como estratégia essencial para enfrentar desafios socioambientais, como mudanças climáticas, perda de biodiversidade e degradação de ecossistemas e desigualdade social,

promovendo simultaneamente crescimento econômico e inclusão social. No Brasil, um país com vasta biodiversidade e recursos naturais, o potencial para desenvolver tais negócios é significativo, mas a transição enfrenta desafios, incluindo necessidades de investimento, desenvolvimento tecnológico e mudanças políticas e regulatórias. Esta posição do Brasil de ser, ao mesmo tempo relevante para a agenda verde e ter uma série de desafios, traz muitas oportunidades para as empresas responsáveis que estejam alinhadas com o tema.

Como uma economia emergente e um líder global em biodiversidade, o Brasil possui uma base sólida para o desenvolvimento de uma economia verde. O país já é um dos maiores produtores de energia renovável e tem capacidade para expandir significativamente sua infraestrutura verde. Além disso, o Brasil tem um papel crucial na produção agrícola que pode ser mais sustentável e no manejo florestal, com potencial para liderar mercados globais em bioeconomia e produtos de baixo carbono.

A realização da COP no Brasil deve intensificar o foco em suas políticas e práticas ambientais, criando um momento propício para atrair investimentos em projetos sustentáveis. Investidores internacionais, especialmente aqueles focados em responsabilidade social corporativa, provavelmente buscarão oportunidades que alinhem retornos financeiros com impactos ambientais e sociais positivos.

O evento também oferece uma oportunidade única para o Brasil demonstrar liderança em questões climáticas e sustentabilidade, estabelecendo um cenário favorável para reformas políticas e incentivos que promovam a economia verde, o que deve trazer condições muito favoráveis às empresas que já estejam avançadas na agenda, nas quais investimos. Espera-se que isso inclua regulamentações que favoreçam práticas de negócios sustentáveis e o fortalecimento de marcos legais para proteção ambiental.

A colaboração entre o setor público, privado e a sociedade civil será crucial para aproveitar esse momento, promovendo inovação, facilitando o acesso ao financiamento verde e desenvolvendo a infraestrutura necessária para uma economia sustentável.

Apesar da COP no Brasil ocorrer apenas em 2025, o caminho para a Conferência pode servir como catalisador para acelerar essa transição, posicionando o país como um líder em sustentabilidade globalmente e contribuindo significativamente para os esforços de mitigação das mudanças climáticas.

Portanto, o crescimento de negócios sustentáveis e a transição para uma economia verde no Brasil nos próximos dez anos são fortemente influenciados pela capacidade do país de superar desafios estruturais e aproveitar suas vantagens naturais e tecnológicas.

Fabio Alperowitch, CFA – fundador da fama re.capital

COMENTÁRIO PERFORMANCE

O FAMA FIC FIA apresentou uma performance positiva de 9,1% no trimestre comparado a 15,1% do Ibovespa e 11,5% do SMLL (Índice de Small Caps).

Esta performance positiva foi bastante generalizada na carteira, refletindo a dinâmica mais construtiva de apetite a risco nos mercados local e internacional, em particular devido ao perfil de qualidade e crescimento das companhias investidas que torna sua avaliação mais sensível a variações no retorno requerido pelos investidores.

Os principais ganhos no período vieram de Renner e Totvs. Renner beneficiou-se da melhora nas expectativas sobre seu desempenho operacional e no segmento de crédito, principalmente após a divulgação dos resultados do terceiro trimestre, além de uma postura mais crítica de membros do governo em relação à isenção de imposto de importação utilizada por alguns de seus concorrentes. Totvs divulgou sólidos resultados referentes ao terceiro trimestre em todas as suas unidades de negócio, com destaque para o segmento financeiro, onde apresentou aceleração na originação de crédito e melhora na inadimplência.

A principal contribuição negativa no período veio de Klabin, que sofreu com a reação negativa do mercado ao aumento nas projeções de gastos com madeira de terceiros em 2024, em que pese serem consequência natural do crescimento de volumes em sua recentemente inaugurada unidade Puma2. Importante destacar que posteriormente a empresa anunciou uma aquisição bastante sinérgica de terras e florestas pertencentes à Arauco no Brasil, transação esta que acelera bastante a sua meta de auto suficiência em madeira. Esta aquisição fortalece de maneira significativa sua base florestal, em termos econômicos também bastante atraentes, e acreditamos que seja uma alavanca adicional de performance e opcionalidades para os próximos anos.

O tema dominante nos mercados nestes últimos trimestres tem sido a dinâmica de taxas de juros e expectativa dos agentes para o ciclo afrouxamento monetário que já se iniciou no mercado local. A evidência histórica é surpreendentemente positiva, todos os ciclos anteriores de queda de juros no Brasil nos últimos 20 anos foram seguidos de performances bastante positivas do mercado acionário.

Ciclo de Juro e Desempenho Ibovespa

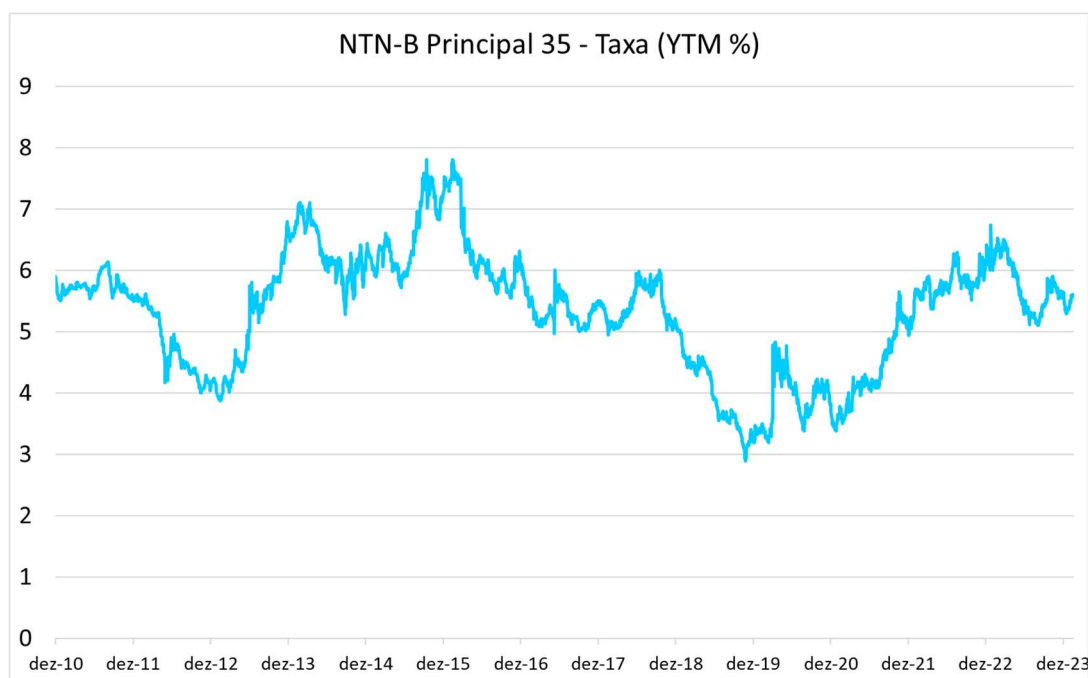


Data	Ibovespa	Rentabilidade 12 meses a frente	Rentabilidade 18 meses a frente
junho de 2003	12.972	63,0%	101,9%
outubro de 2005	30.193	30,0%	62,1%
janeiro de 2009	39.300	66,4%	71,8%
setembro de 2011	52.324	13,1%	7,7%
janeiro de 2017	64.670	31,3%	22,5%

Cada ciclo tem suas peculiaridades, mas vale entendermos as dinâmicas estruturais por trás destas performances comparando o momento onde nos encontramos hoje com o do último ciclo iniciado em 2017.

O mecanismo de transmissão mais direto deste movimento se dá através das taxas de desconto e retorno requerido pelos investidores. As taxas de referência relevantes para esta análise não são necessariamente os juros de curto prazo, mas as taxas de longo prazo de títulos indexados à inflação, com duration semelhante aos dos fluxos de caixa das empresas negociadas em bolsa.

Pegando como referência a NTN-B Principal 35, podemos observar que o ponto de partida das taxas no início deste ciclo é bastante próximo do que tínhamos ao final de 2016 (início do último ciclo de queda de juros).



Este efeito macro tem dominado os movimentos recentes de preços em mercado, com impactos mais acentuados em empresas com perfil de crescimento mais significativo que por conta disto tem sua geração de caixa esperada em momentos mais distantes no tempo.

No entanto, os impactos do ciclo de juros são bastante mais abrangentes no ambiente corporativo. Trazendo esta discussão para seus elementos mais micro-econômicos, centrais no nosso processo de análise de investimentos, vemos que devem representar, entre outros, um impulso ao crescimento de receitas, redução importante do custo de financiamento, e aumento de rentabilidade.

Podemos entender o valor de uma empresa de forma simplificada como função de seus resultados futuros distribuíveis aos provedores de capital (já deduzidos de impostos e de retenções necessárias para crescimento), descontados a valor presente. Formalizando um pouco esta construção temos que:

$$\text{Valor} = \frac{(\text{resultado após impostos} - \text{investimento para crescimento})}{(\text{taxa de desconto} - \text{crescimento})}$$

O que ajustado para avaliação específica do capital acionário seria equivalente a:

$$\text{Valor} = \frac{\text{lucro líquido} * (1 - g / \text{roe})}{(\text{ke} - g)}$$

Onde ROE representa o retorno sobre o patrimônio líquido; Ke representa o retorno requerido dos investidores em ações; e G representa a taxa de crescimento dos lucros.

Esta decomposição dos determinantes de valor nos ajuda a entender onde estamos hoje em termos da oportunidade de investimento em ações.

A evolução das taxas de juros de longo prazo descritas acima nos dá uma referência da similaridade entre os retornos requeridos no ponto de entrada deste ciclo e do anterior em 2016. Já para os demais indicadores gostamos de analisar nosso portfólio de forma agregada, assumindo nossa participação em cada uma das empresas investidas e combinando elas para formar uma empresa hipotética de referência fama re.capital:

Portfólio	4T16	3T23
Retornos (%aa)		
ROIC	9%	11%
ROE	14%	12%
Margens (%)		
Margem Bruta	47%	50%
Margem EBITDA	29%	35%

Neste sentido começando pela dinâmica de retornos vale observar que esta empresa referência estaria hoje operacionalmente em uma posição melhor do que em 2016, com melhor retorno sobre capital investido e com margem bruta e margem EBITDA acima daquele ano. Apesar do ambiente de negócios desafiador dos últimos anos vemos que elas conseguiram solidificar suas posições competitivas e performance no período.

O ponto discrepante desta dinâmica de retornos é o ROE (retorno sobre patrimônio líquido) mas que precisa ser entendido no contexto do nível de alavancagem do portfólio combinado, que passou de uma posição caixa positiva em 2016 para um endividamento equivalente a 1,3x ND/EBITDA.

Portfólio	4T16	3T23
Alavancagem		
Net Debt / EBITDA	-0,7x	1,3x

Tradicionalmente preferimos investir em empresas pouco alavancadas, a volatilidade econômica que tem caracterizado nosso ambiente de negócios nas últimas décadas não costuma ser muito saudável para a performance de empresas endividadas. No entanto, precisamos entender também o uso de dívida como parte natural da operação de negócios capital intensivos em seu ciclo de crescimento. Em especial grandes líderes de negócio muitas vezes tem em sua capacidade de financiamento em termos atrativos um diferencial competitivo importante para implementar suas estratégias, e a comparação

relevante acaba sendo entre o retorno gerado na operação e o custo deste financiamento.

A título de exemplos podemos citar o caso de Klabin, que se financia a taxas nominais de aproximadamente 5% em dólar e tem apresentado retornos sobre o capital investido consistentemente entre 10%-20%, Serena que conta com parcela relevante de financiamentos subsidiados por bancos de desenvolvimento para expansão de sua capacidade de geração elétrica renovável, e Localiza que possui um dos custos mais competitivos de financiamento em seu segmento e também um spread de retornos bastante saudável sobre estas taxas.

Continuamos preferindo balanços conservadores em nossas investidas, mas a boa gestão de estrutura de capital, também levando em conta a diversificação de fontes de financiamento e prazos compatíveis com o perfil de seus negócios, é uma habilidade importante a ser considerada. A boa notícia é que este seja talvez um dos canais mais diretos de transmissão da redução de juros para as companhias, que devem observar uma queda gradual no seu custo financeiro conforme este processo evolua, impulsionando seus resultados para frente.

Outro ponto que nos trás bastante otimismo é a questão do crescimento. O debate sobre resultados das companhias recentemente foi pautando em boa parte por preocupações ligadas à necessidade do governo em obter um melhor equilíbrio fiscal, e consequentemente aumentar a tributação sobre diversos setores tradicionalmente rentáveis. Iniciativas como a tributação de subvenções estaduais, redução de incentivos para distribuições como juros sobre capital próprio, ou mudanças na mecânica de compensação de créditos tributários são exemplos destas iniciativas.

Acreditamos que estes são esforços pontuais de curto prazo que muitas vezes tiram o foco dos grandes fatores estruturais de crescimento que atualmente vemos em curso na economia e em especial em nosso portfólio. Temas como transição energética, descarbonização da economia e crescimento de fontes renováveis de energia, uso de materiais de base biológica, racionalização e eficiência no uso de ativos, crescimento de produtividade, consumo consciente e comércio eletrônico, são forças importantes que nos deixam entusiasmados com as perspectivas de negócios para as companhias, de certa forma até independentemente da dinâmica macro-econômica mais ampla de curto prazo. Acreditamos que estas tendências vem se consolidando e ganhando força no ambiente de negócios e devem dar suporte a grande criação de valores para os players posicionados para capturar estas oportunidades.

Olhando então a avaliação de nossa empresa referência nestes dois momentos do ciclo podemos observar que ela está bastante mais descontada em todas as métricas do que tínhamos em 2016. Vale destacar que preferimos usar para esta análise múltiplos com base somente nas métricas efetivas dos últimos doze meses e não prospectivas, como frequentemente vemos em mercado, com o objetivo de tirar delas eventual subjetividade referente ao crescimento implícito nos múltiplos.

Portfólio	4T16	3T23
Valuation (LTM)		
P/E	39x	22x
P/B	3,6x	2,2x
EV/Ebitda	13x	9x

Como pudemos detalhar acima, esta dinâmica de preços parece estar muito mais ligada ao processo de redução de fluxos e exposição ao mercado de ações que acompanhamos estes últimos anos junto com o ciclo de aperto monetário do que aos fundamentos das empresas em questão. O que só nos parece aumentar a atratividade da oportunidade de investimentos que temos no momento.

Esta combinação nos parece bastante pouco usual, onde temos empresas hoje com melhor performance operacional e retornos, extremamente bem posicionadas do ponto de vista competitivo para capturar a eventual melhora de mercado e também com expectativa de redução de seu ônus financeiro, com excelentes perspectivas de crescimento que parecem não só ter se consolidado nos últimos anos mas terem ganho força para frente, e como uma avaliação claramente descontada em relação ao que tínhamos no passado.

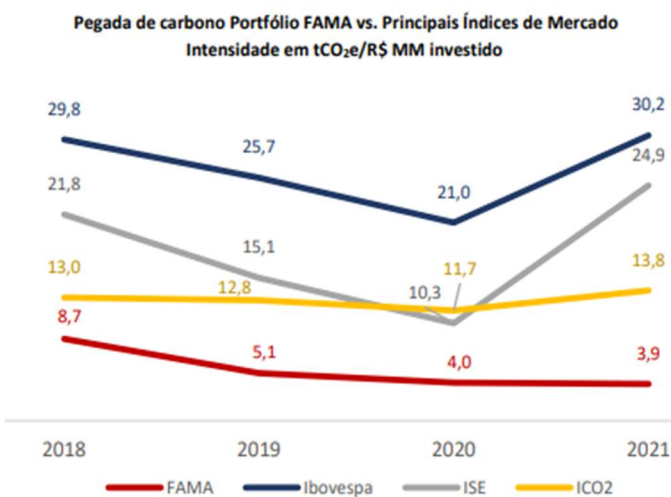
Acreditamos que esta combinação somente reforça a atratividade que vemos atualmente para o investimento em empresas de alta qualidade, com vantagens competitivas claras, que apresentem crescimento consistente, que sejam pouco vulneráveis ao cenário macroeconômico de longo prazo e que conduzam seus negócios de forma ética e responsável.

RISCOS E OPORTUNIDADES ESG

Principais Posições

	OPORTUNIDADES	RISCOS
SERENA	<ul style="list-style-type: none"> • Papel chave na geração de energia renovável e descarbonização do setor elétrico • Defesa do contínuo avanço de fontes de energia limpa e democratização do acesso no setor elétrico brasileiro • Soluções digitais para aumentar eficiência da rede e ampliar acesso dos clientes de médio/pequeno porte a soluções de energia renovável • Fortalecimento de ferramentas analíticas e resiliência operacional diante da crescente incerteza climática • Aumento na comercialização de Certificados de Energia Renovável (RECs) para apoiar as estratégias de descarbonização dos clientes 	<ul style="list-style-type: none"> • Eventos climáticos extremos podem afetar a disponibilidade de recursos e a confiabilidade das operações energéticas • Possíveis mudanças na regulamentação ambiental ou políticas governamentais, como barreiras à obtenção de licenças, desenvolvimento de projetos ou operações • Conflitos potenciais com comunidades locais relacionados ao uso da terra, direitos indígenas ou preocupações ambientais • Impactos socioambientais e riscos regulatórios decorrentes da disposição incorreta de materiais e equipamentos ao fim da vida útil
KLABIN	<ul style="list-style-type: none"> • Desenvolvimento de novos produtos de base biológica, renováveis, recicláveis e biodegradáveis • Substituição de embalagens de plástico de uso único por papel • Serviços ambientais de base florestal / captura e venda de créditos de carbono 	<ul style="list-style-type: none"> • Redução / otimização no uso de embalagens, circularidade • Evolução das práticas de governança corporativa / diversidade
MILLS	<ul style="list-style-type: none"> • Modelo de negócio combina aumento da produtividade do cliente com melhores práticas de segurança no trabalho • Defesa da adesão às diretrizes de segurança, leis trabalhistas e práticas de sustentabilidade entre clientes e fornecedores • Práticas de manutenção aprimoradas para aumentar a disponibilidade e vida útil dos equipamentos • Oferta de máquinas e equipamentos com mais eficiência energética e ambientalmente amigáveis pode facilitar atração e retenção de clientes • Implementação de sistemas de monitoramento remoto e maior transparência sobre dados de emissões de CO2 na cadeia de negócios 	<ul style="list-style-type: none"> • Equipamentos da 'linha amarela' / pesados apresentam desafios significativos para a descarbonização da empresa • A operação dos equipamentos pelos clientes requer treinamento adequado para evitar uso impróprio • Necessidade de disposição adequada de ativos pós-uso • Exposição relevante a projetos de infraestrutura e construção, com impacto indireto de práticas de contratação governamental

PEGADA DE CARBONO PORTFÓLIO



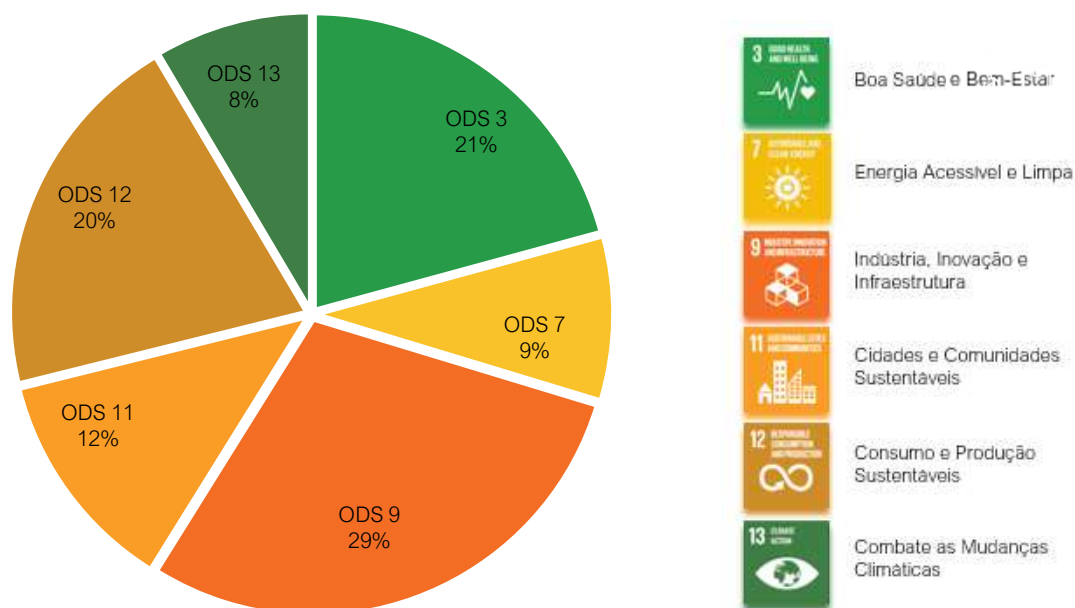
-87% Pegada de carbono da FAMA
Investimentos vs. **Ibovespa** em
2021

-84% Pegada de carbono da FAMA
Investimentos vs. **ISE** em 2021

-72% Pegada de carbono da FAMA
Investimentos vs. **ICO2** em 2021

ODS / ALOCAÇÃO ESG

Ao final do trimestre o nosso portfólio era composto por empresas que endereçam, prioritariamente, seis dos ODS (objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU), sendo os mais relevantes o ODS 9 (Indústria, Inovação e Infraestrutura) e o ODS 3 (Boa Saúde e Bem-Estar), que juntos representam 50% de exposição:



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nenhum fundo conta com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com a FAMA Investimentos ou com a Administradora do fundo. Para avaliação de performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 meses.