

3 Ilhas Investimentos
Rio de Janeiro – Brasil
18 de julho de 2024

Carta 02 | Junho 2024

Caros Investidores,

Em 30 de junho de 2024, o 3 Ilhas FIC Fundo de Investimento em Ações completou seu primeiro ano de operação, acumulando um retorno líquido de taxas de -9,5%¹. Durante o mesmo período, o Ibovespa e o IVBX-2² renderam 4,9% e -0,8%, respectivamente. Como comentamos na Carta anterior, acreditamos que avaliações em janelas de três a cinco anos representarão de forma mais adequada o desempenho do 3 Ilhas FIC FIA. Gerimos o portfólio do Fundo com o objetivo de alcançar retornos absolutos de longo prazo acima da inflação, compatíveis com a incerteza inerente aos ativos em que investimos e, portanto, superiores às alternativas de mais baixo risco.

No entanto, por mais que o prazo de existência do Fundo seja relativamente curto para sua correta avaliação, não estamos satisfeitos com seu desempenho. Uma das principais posições do Fundo, a CM Hospitalar SA (Viveo), teve relevante impacto, representando praticamente toda a diferença negativa para os índices de referência mencionados acima. Neste momento, consideramos prematuro detalhar as razões para tal desempenho da companhia, mas podemos afirmar que avaliamos mal a capacidade da Viveo e de seus administradores de gerir um negócio que se tornava cada vez mais complexo em um momento difícil para a indústria da saúde no Brasil. A Viveo construiu uma posição relevante no mercado de distribuição hospitalar de materiais e medicamentos e apresentava não só bons retornos sobre capital investido como também boas perspectivas de ganho de participação em um setor em crescimento. Diante das boas possibilidades do negócio, menosprezamos os riscos associados à integração de diversas aquisições em um momento difícil do mercado, com fortes pressões de capital de giro e deflação de medicamentos e materiais.

Nesse contexto, gostaríamos de tecer alguns comentários sobre a formação do portfólio, o número de posições e seu tamanho relativo. Desde o início, nosso portfólio está composto por cerca de vinte posições, onde as dez maiores representaram em média aproximadamente 70% do total. As maiores posições oscilaram entre 8% e 10% do portfólio e as menores ficaram entre 2% e 3%. Entendemos que o tamanho ideal das posições deve considerar duas dimensões: a relação entre os diversos cenários de ganhos e perdas e as suas probabilidades, ou o nível de confiança que temos nos casos de ganhos positivos. Por mais que nossas análises quantitativas sejam detalhadas e minuciosas, a parte mais difícil está relacionada ao cálculo e consideração das probabilidades inerentes a cada cenário. Quando consideramos os vários aspectos qualitativos, tais como a experiência dos gestores, o alinhamento de interesse ou mesmo a dinâmica competitiva de uma indústria, a ponderação de tais fatores e como eles interagem entre si traz complexidade ao trabalho de definição dessas probabilidades. Em geral, negócios estabelecidos com uma dinâmica competitiva solidificada e

¹ O Relatório mensal de junho de 2024 do Fundo 3 Ilhas FIC FIA está disponível no site www.tresilhasinvestimentos.com.br.

² O IVBX-2 é o índice da Bovespa que cobre as cinquenta companhias de maior negociabilidade da Bovespa, excluídas as dez primeiras, tanto em termos de valor de mercado quanto de liquidez. Acreditamos que este índice é uma referência econômica que apresenta maior aderência à estratégia e aos objetivos do Fundo.

geridos por times experientes e incentivados da forma correta deveriam apresentar maior previsibilidade. Adicionalmente, setores da economia e times de gestão que acompanhamos por um longo período também deveriam nos apresentar situações em que a nossa convicção e a nossa assertividade sejam maiores. Portanto, as maiores posições do Fundo devem ser aquelas em que existem as melhores combinações entre uma boa relação de ganho-perda e a convicção na nossa capacidade de avaliação, respeitadas aquelas situações em que o tamanho da posição fica limitado ao tamanho das empresas e à liquidez das ações.

Com o benefício da avaliação após os fatos ocorridos, contamos com um tamanho de posição na Viveo que não correspondia aos seus riscos de execução, especialmente no ambiente de negócios atual. A falta de um histórico de desempenho longo também limitou o universo de informações disponíveis.

Na conjuntura atual de incerteza econômica e alto custo de capital, a gestão do tamanho das posições do Fundo deve ser ainda mais conservadora, em particular nos casos em que a execução de uma transformação empresarial relevante seja vital para o sucesso do investimento.

Participação Ativa e Baixa Rotatividade do Portfolio (“*High Active Share & Low Turnover*”)

O debate entre o valor adicionado pelos Fundos Mútuos de ações em relação aos chamados Fundos de Índice, ou Fundos Indexados³, tem sido intenso nas últimas décadas e o crescimento da participação de tais Fundos Indexados no total de ativos sob gestão reforçou ainda mais a sensação de que estes seriam uma boa alternativa para formar um portfólio de investimentos.

Não desejamos explorar as virtudes e os problemas de tais veículos de investimento nesta Carta, mas gostaríamos de destacar um perfil de portfólio e de gestão que se assemelha ao do 3 Ilhas FIA. A literatura acadêmica tem chamado atenção para fundos que apresentam duas categorias distintas: a combinação de alta participação ativa (ou um portfólio de investimentos com grande diferenciação dos índices de mercado) e baixa rotatividade das posições do portfólio (ou uma longa permanência das posições no portfólio)⁴. É lógico que a possibilidade de um desempenho superior aos índices tem de ser justificada por uma diferenciação do portfólio e, quanto maior for essa diferenciação, maior será a possível divergência de retornos para tais índices. No entanto, a gestão de um portfólio com esse perfil demanda um alto grau de convicção e paciência, de tal forma que se possa explorar distorções de valor de longo prazo ou prêmios de liquidez. De acordo com a pesquisa, gestores com alta participação ativa que mantêm sua convicção por longos períodos são raros e apresentam melhores retornos. O estudo “Patient Capital Outperformance” destaca alguns fatores determinantes: i) a capacidade para identificar oportunidades de longo prazo são raras e difíceis ou caras de adquirir; ii) poucos gestores combinam uma participação ativa com baixa rotatividade pois investir contando com distorções de preço de longo prazo implica desafios importantes, uma vez que o gestor pondera a possibilidade de ser demitido antes dos resultados de longo prazo aparecerem e;

³ Fundos que replicam índices, tais como o Ibovespa, e que negociam nas bolsas de valores. No caso brasileiro, o BOVA11 é o fundo mais conhecido.

⁴ O endereço <https://activeshare.nd.edu/> apresenta uma boa coletânea de estudos sobre o tema. Em particular, recomendamos os seguintes trabalhos: i) Cremers, K. J. Martijn and Pareek, Ankur, Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently (December 1, 2015). *Journal of Financial Economics (JFE)* e ii) Cremers, K. J. Martijn, Active Share and the Three Pillars of Active Management: Skill, Conviction and Opportunity (May 2017). *Financial Analysts Journal*, 2017, vol. 73, no. 2 (Second Quarter): 61-79.

iii) o investimento em gestores pacientes com alta participação ativa também exige que os investidores sejam pacientes — essa combinação não é nada trivial.

A diferenciação do 3 Ilhas FIA para os principais índices de ações é alta — a nossa participação ativa⁵ é de 89%, ou 74% em relação ao Ibovespa ou ao IVBX2, respectivamente. Somos um fundo jovem, mas ao longo desse primeiro ano apresentamos uma mudança relativamente baixa das empresas que compõem o nosso portfólio. Durante o primeiro semestre de 2024, três novas posições ganharam importância sendo que uma delas se tornou uma posição de porte médio. A nona maior posição no fim do ano se tornou a terceira maior e a maior posição passou a ser a oitava. Conforme indicamos, nosso objetivo é atuar como investidores de longo prazo em ações de empresas abertas brasileiras, capturando o desempenho superior das companhias e as distorções de valor criadas por investidores com horizonte de investimento mais curto que o nosso.

Os resultados de tais estudos corroboram o nosso posicionamento e a nossa filosofia de investimentos. Apesar disso, devemos ser cautelosos com as conclusões e nos perguntar quais elementos justificam a possibilidade de gerar retornos superiores ao longo do tempo. Destacamos os seguintes fatores:

- a) Dedicção ao esforço de análise, mantendo sempre a perspectiva de investidor de longo prazo;
- b) Distinção entre informações que impactam o curto prazo e os fundamentos de longo prazo do negócio;
- c) Correta avaliação do talento das equipes de gestão e do seu alinhamento de longo prazo aos nossos objetivos de investimento;
- d) Rigor na avaliação do valor pago pelo investimento e seus riscos associados, com atenção para os fundamentos do negócio a longo prazo. O Fundo poderá acumular caixa e aplicações de renda fixa caso não encontre boas oportunidades de investimento;
- e) Manter um universo suficientemente amplo de oportunidades, que permita diferenciação;
- f) Gerir a relação entre a equipe e com nossos investidores de tal forma que possamos nos comportar como investidores de longo prazo, com paciência, mas sem complacência.

A perspectiva atual, a renda fixa atrativa e o comportamento do investidor

O baixo grau de confiança institucional e a incerteza econômica discutidos na última Carta prevaleceram ao longo dos últimos meses. Altos níveis de juros de curto e longo prazo e a sensação de que permaneceremos nesse período de incerteza até pelo menos a próxima eleição presidencial de 2026 reduziram sobremaneira a paciência e a confiança no investimento em ações no Brasil como uma boa alternativa de longo prazo. Adicionalmente, o baixo desempenho do investimento em ações, medido pelo Ibovespa nos últimos dez ou vinte anos, que rendeu meros 2,9% ou 3,4% ao ano acima da inflação (medida pelo IPCA), respectivamente, também não contribuiu para criar interesse na

⁵ A participação ativa é calculada deduzindo-se de 100% toda a participação no índice de referência que tem sobreposição com a carteira do fundo.

classe de ativos⁶. O mercado brasileiro, como destino de investimentos, perde importância no panorama global – em 2004 representava 10% do índice de mercados emergentes (medido pelo MSCI EM) enquanto hoje representa apenas 5%. A América Latina como um todo passou a representar 9% do índice, contra 19% em 2004, enquanto a Ásia passou para aproximadamente 80%.

Tal cenário tem afetado substancialmente o valor dos negócios listados em Bolsa. Naturalmente, investidores que não estejam próximos dos fundamentos das empresas, ou que têm horizontes de investimento mais curtos, encontram na renda fixa uma excelente alternativa. Outros investidores mais céticos quanto ao ambiente de negócios ou investidores globais com dificuldade de avaliar tal ambiente preferem direcionar recursos para mercados mais estáveis e supostamente mais previsíveis. A contradição do atual momento é que ele apresenta justamente as melhores oportunidades para investidores com horizonte de longo prazo. A falta de interesse e o desânimo com as perspectivas ajustam a expectativa dos investidores no que diz respeito aos resultados das empresas. As possibilidades de eventuais mudanças positivas nos cenários econômicos de longo prazo são desconsideradas. A dinâmica própria de cada companhia é negligenciada. O alto custo de oportunidade, ou o conforto da renda fixa, é incorporado na avaliação das empresas. É assim que aparece a oportunidade de investimento.

Apesar de não considerarmos que a perspectiva de crescimento para os próximos anos venha a ser um fator importante de geração de valor e de reconhecermos a instabilidade econômica presente, ao avaliar as companhias que fazem parte do portfólio do Fundo encontramos margem de segurança e uma boa possibilidade de retornos substancialmente superiores ao custo de oportunidade da renda fixa. O Fundo continua investido em ações praticamente em sua totalidade (terminamos o mês de junho com uma exposição de 98% em ações) na expectativa de que, com o tempo, o bom desempenho das companhias do Fundo, aliado à sua avaliação de mercado atrativa e à sua resiliência à volatilidade econômica, produza bons resultados.

Eventos corporativos significativos

Ao longo dos últimos meses quatro companhias que estão entre as dez maiores do portfólio passaram por importantes decisões de alocação de capital. Como sempre, diante desses movimentos podemos avaliar oportunidades, riscos e a qualidade da decisão e do comportamento da gestão. Nesses momentos cruciais da evolução das companhias, temos a oportunidade de abrir novas frentes de pesquisa e análise, e avaliar como os principais tomadores de decisão enxergam o futuro do negócio, da empresa e sua capacidade de julgamento sobre os riscos envolvidos. Entre os quatro eventos ocorridos, dois se concretizaram (GPS e Auren) e os outros dois não evoluíram (Suzano e Vibra). A capacidade da companhia de lidar com a ambidestria relacionada à boa gestão operacional do negócio, somada à capacidade de fazer alocações de capital relevantes, inteligentes e com bom retorno, é um fator importante de diferenciação das companhias a longo prazo.

⁶ Em 30/06/2024, a variação do IVBX2 ajustada para a inflação foi de 0,2% a.a. e 3,4% a.a. nos últimos dez e vinte anos, respectivamente. Os juros de curto prazo, medidos pelo CDI e descontada a inflação (IPCA), foram de 3,3% a.a. e 4,6% a.a. nos últimos dez e vinte anos, respectivamente. A taxa atual de juros de longo prazo medida pela NTN-B com vencimento em 2045 é de IPCA + 6,3% a.a.

Nesse contexto, a GPS adquiriu a GRSA (empresa do grupo Britânico Compass), por um valor estimado de aproximadamente 10% do seu valor de mercado. A GRSA é uma das maiores empresas de serviços de alimentação do Brasil, segmento que complementa o portfólio da GPS e no qual a companhia mantém uma pequena massa crítica. Esperamos não apenas que a aquisição traga um bom retorno, como também que ela melhore ainda mais o posicionamento comercial da companhia, aumentando sua distância e os diferenciais competitivos em relação aos concorrentes. A aquisição da GRSA reforça a nossa confiança no potencial e na qualidade da gestão da GPS.

A Auren, empresa de geração de energia elétrica renovável (hidro, eólica e solar) controlada pelo Grupo Votorantim e pelo Fundo CCPIB do Canadá, anunciou a aquisição da AES Brasil por um valor total — incluindo a dívida de R\$17 bilhões⁷ — equivalente à sua avaliação de mercado, também incluindo a dívida. A AES Brasil tem ativos de geração complementares e que potencializam as habilidades de comercialização de energia que estão sendo desenvolvidas pelo time da Auren. Diferentemente do caso da GPS, não achamos que o benefício financeiro imediato da aquisição tenha grande impacto para a Auren. No entanto, entendemos que os benefícios intangíveis possam ser relevantes e estamos nos aprofundando para medir a sua relevância. Adicionalmente, a qualidade do time da Auren e o alinhamento com seus acionistas nos dão conforto em meio ao impacto de uma alocação de capital tão relevante para a companhia. Outro fator importante é que, findo um forte ciclo de investimentos da Auren e da AES Brasil, a companhia irá apresentar uma forte geração de caixa livre, reduzindo rapidamente seus índices de endividamento.

Durante os meses de maio e junho, a Suzano explorou a possibilidade de adquirir a International Paper Company (IP), uma das maiores empresas de embalagens do mundo, por supostamente US\$15 bilhões. A reação do mercado foi negativa e a empresa não apresentou detalhadamente suas motivações para um movimento estratégico tão agressivo — a entrada em um novo segmento, em uma nova geografia, por um valor alto, equivalente ao seu valor em bolsa antes da divulgação da possível oferta. Durante esse mesmo período, a Suzano anunciou um investimento minoritário na companhia austríaca de fibras de viscosa Lenzing AG e, mais recentemente, anunciou a compra de uma planta de papel cartão nos EUA, em ambos os casos com investimentos relativamente baixos e mais aderentes ao esperado. Com isso, a intenção da companhia de expandir internacionalmente se integrando na cadeia de valor do setor começa a se materializar. Como investidores na companhia, entendemos o mérito da expansão e temos preferência por movimentos de menor porte e paulatinos, especialmente nessa etapa inicial, antes da maturação do Projeto Cerrado, a nova planta de celulose no Mato Grosso do Sul. O movimento pela IP nos surpreendeu pelo tamanho e por ser prematuro na trajetória de expansão internacional da companhia. Embora ela tenha declarado preocupação com a disciplina financeira e alocação de capital, diante da decisão de não prosseguir com a oferta pela IP, os riscos implícitos nessa nova fase de expansão da Suzano ganharam importância no nosso trabalho de análise e avaliação da companhia. Vale mencionar, que enxergamos um bom alinhamento com os acionistas controladores da companhia e respeitamos o ímpeto empresarial por trás desse movimento de expansão. Nesse sentido, a recompra de ações de 0,5% do capital da companhia nos dias seguintes ao comunicado do encerramento das negociações com a IP reforçam nossa convicção no valor futuro do investimento na Suzano. Vale também mencionar que

⁷ R\$16 bilhões conforme anunciado pela companhia, adicionados de R\$1 bilhão de ações preferenciais resgatáveis emitidas por uma subsidiária da AES Brasil.

ela é uma das empresas brasileiras com maior nível de sofisticação na gestão da sua dívida, um fator condicional para uma companhia que pretende crescer internacionalmente por aquisições.

Em uma circunstância bem menos convencional, no final de novembro, a Vibra recebeu da Eneva uma proposta de fusão. As duas empresas têm valor de mercado semelhante, mas apresentam baixa complementaridade entre suas linhas de negócio. Tratava-se de um movimento empresarial de alta complexidade, que criava grande incerteza societária e de gestão da companhia. A Vibra se posicionou da forma correta deixando claro que estava em uma melhor posição negocial, e que a trajetória atual de melhoria contínua da operação do negócio principal de distribuição de combustíveis era a melhor alternativa para seus acionistas, que precisavam aprovar a transação. Entre as quatro companhias listadas acima, a Vibra é a única que não possui um grupo de acionistas com o controle da companhia, o que poderia ser uma fragilidade durante as negociações com a Eneva. Entendemos que a liderança da companhia e seu Conselho de Administração agiram de forma adequada, em um momento crítico da nova fase da companhia, após sua privatização.

Finalmente, acreditamos que o universo atual de oportunidades de investimento é amplo. Os exemplos que descrevemos acima ajudam a demonstrar que em muitos casos a dinâmica de desenvolvimento empresarial se sobrepõe ao ambiente de negócios desanimador. Não minimizamos as dificuldades de investir a longo prazo em cenários de incerteza e muito menos o posicionamento de “investidor paciente”, e sempre buscamos o máximo de alinhamento com as expectativas de nossos investidores.

Ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais, sabendo que, como sempre, o debate e a troca de ideias nos ajudam a evoluir a maneira de pensar e agir. Agradecemos a confiança na 3 Ilhas.

Atenciosamente,

3 Ilhas Investimentos

www.tresilhasinvestimentos.com.br

As informações contidas neste material têm caráter meramente informativo e não constituem oferta de venda de fundos e tampouco indicação ou recomendação para compra ou venda de cotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A 3 Ilhas Investimentos não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimentos, o anexo – classe e o apêndice subclasse, conforme o caso, antes de investir seus recursos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A 3 Ilhas Investimentos, 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 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 3 Ilhas Investimentos. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

